

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Moderní metody hodnocení finanční výkonnosti podniku

Financial performance evaluation of a company

Student:

Bc. Barbora Ptáčková

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Jiří Valecký, Ph.D.

Ostrava 2013

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Barbora Ptáčková**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Specializace: **00 Finance**
Téma: **Moderní metody hodnocení finanční výkonnosti podniku**
Financial Performance Evaluation of a Company

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Metodologie hodnocení finanční výkonnosti
 3. Moderní metody hodnocení výkonnosti
 4. Zhodnocení výkonnosti vybraného podniku
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
VIEBIG, J., T. PODDIG a A. VARMAZ. *Equity valuation: models from leading investment banks*. Chichester: Wiley, 2008. 409 p. ISBN 978-0-470-03149-0.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

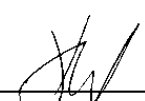
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Jiří Valecký, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2012

Datum odevzdání: 26.04.2013




Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežné prohlášení

Prohlašuji, že jsem celou práci vypracovala samostatně. Přílohy 1, 2 a 3 byly převzaty z výročních zpráv společnosti.

V Ostravě dne 26. dubna 2013

Bc. Barbora Ptáčková
.....

Bc. Barbora Ptáčková

Poděkování

Ráda bych poděkovala Ing. Jiřímu Valeckému, Ph.D. za pomoc a cenné rady při zpracování diplomové práce.

1 Obsah

1.	Úvod.....	7
2	Metodologie hodnocení finanční výkonnosti.....	8
2.1	Finanční řízení a výkonnost podniku.....	8
2.1.1	Pojetí výkonnosti.....	8
2.1.2	Faktory ovlivňující výkonnost firem.....	9
2.2	Vývoj metod hodnocení finanční výkonnosti podniku.....	9
2.2.1	Účetní ukazatele výkonnosti	11
2.2.2	Ekonomické ukazatele výkonnosti.....	13
2.2.3	Tržní ukazatele hodnocení výkonnosti.....	13
2.2.4	Value drivers	14
3	Moderní metody hodnocení výkonnosti	16
3.1	Ekonomická přidaná hodnota (EVA)	16
3.1.1	Vyčíslení výsledku hospodaření z operačních činností (NOPAT).....	19
3.1.2	Vyčíslení operačních aktiv (NOA).....	20
3.1.3	Vyčíslení nákladů kapitálu	23
3.1.4	Další využití ukazatele EVA	26
3.2	Ukazatel CF z investic (CFROI)	26
3.3	Ukazatel CVA.....	30
4	Zhodnocení výkonnosti vybraného podniku.....	31
4.1	Charakteristika společnosti XY s.r.o.	31
4.1.1	Základní informace o společnosti	31
4.1.2	Vznik společnosti a popis činnosti	31
4.1.3	Organizační struktura	32
4.2	Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele ROE	32
4.3	Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele EVA.....	34
4.3.1	Vyčíslení operačních aktiv - NOA	34
4.3.2	Vyčíslení operačního výsledku hospodaření - NOPAT	41
4.3.3	Vyčíslení nákladů kapitálu	46
4.3.4	Zhodnocení finanční výkonnosti dle ukazatele EVA - entity	49
4.4	Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele CFROI	53
4.4.1	Zhodnocení finanční výkonnosti dle metody CFROI	56

4.4.2	Zhodnocení finanční výkonnosti dle metody CFROIspread.....	57
4.5	Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele CVA.....	58
5	Závěr	61
	Seznam použité literatury	63
	Seznam zkratek	64
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce.....	65
	Seznam příloh.....	66

1. Úvod

Jedním z hlavních cílů finančního řízení podniků je zvyšování finanční výkonnosti. Finanční výkonnost podniku je obecně chápána jako schopnost podniku tvořit určit přidanou hodnotu. Vzhledem k tomu, že je v současné době podniková sféra ovlivněna zejména globalizačními trendy, zvyšováním konkurence či otvíráním nových trhů, je hlavním zájmem manažerů orientace právě na výkonnost. Pro investory je pak důležité porovnání výkonnosti s náklady na kapitál. Předmětem jejich zájmu jsou pak totiž ty podniky, kde je výkonnost vyšší, než náklady na kapitál.

Zatímco v minulosti byla finanční výkonnost hodnocena pomocí tradičních ukazatelů, založených na účetních datech, nyní se do popředí dostávají moderní ukazatele hodnocení finanční výkonnosti, které zohledňují jak situaci na trhu, tak také náklady na investovaný kapitál, faktor rizika a času. Mezi nejvýznamnější ukazatele patří nepochybně ekonomická přidaná hodnota. Tento ukazatel se stal v posledních letech velmi oblíbeným a bývá často doporučován právě pro hodnocení výkonnosti podniku. Na rozdíl od jiných ukazatelů je totiž kladen důraz na hodnotu vygenerovanou pro vlastníky. Navíc je možné jej použít i v jiných oblastech finančního řízení, jako je například oceňování společností. Mezi moderní ukazatele lze zařadit také ukazatel CFROI. Ten je dnes obecně považován za jedno z nejpřesnějších hodnotových měřítek výkonnosti.

Cílem této práce je zhodnotit finanční výkonnost vybraného podniku právě pomocí moderní metody EVA a následně pomocí ukazatele CFROI a ukazatele peněžní přidané hodnoty.

Druhá kapitola je věnována obecnému vymezení pojmům souvisejícím s finanční výkonností a jejím hodnocením.

Ve třetí kapitole je uvedena charakteristika a popis jednotlivých moderních metod hodnocení finanční výkonnosti, se zaměřením zejména na ukazatel ekonomické přidané hodnoty (EVA), ukazatel cash flow return on investment (CFROI) a ukazatel peněžní přidané hodnoty (CVA).

V následující kapitole je provedena analýza společnosti dle moderních metod a následně je, na základě těchto výsledků, zhodnocena finanční výkonnost vybraného podniku.

Závěr práce je věnován celkovému zhodnocení situace v podniku a doporučením, které by mohli vést k zvýšení finanční výkonnosti.

2 Metodologie hodnocení finanční výkonnosti

Tato kapitola je zaměřena na metody používané při hodnocení finanční výkonnosti podniku. V úvodu kapitoly jsou vymezeny některé základní pojmy související s touto problematikou a dále jsou charakterizovány jednotlivé metody hodnocení finanční výkonnosti. Hlavními použitými prameny jsou Dluhošová (2010), Mařík a Maříková (2005) a Šulák (2005).

2.1 Finanční řízení a výkonnost podniku

Charakteristickým rysem současné ekonomiky je posun ke komunikaci, vývoji a aplikacím nových technologií s důrazem snižovat náklady a udržet vysoké tempo rozvoje. Vývoj české ekonomiky, která patří mezi malé otevřené ekonomiky, je ovlivňován zejména stále výraznějším zapojováním do evropského hospodářského prostoru a prosazováním tržních postupů a nástrojů finančního řízení a rozhodování.

Finanční řízení a rozhodování tvoří nedílnou součást všech aktivit podniku a má přitom dynamické aspekty, což znamená, že je nutné řídit jak strategické, taktické, tak operativní dimenze a variabilitu v čase. Důležitým úkolem finančního řízení podniku je zajistit dostatek finančních zdrojů a umístit je tak, aby byly efektivně využity.

Dalším z hlavních cílů finančního rozhodování a řízení je právě udržení a neustálé zvyšování výkonnosti firmy. Standardní měřítka hodnocení finanční výkonnosti, která jsou dnes používána, již delší dobu zaostávají za novými podnikatelskými přístupy. Proto jsou tyto metody nahrazovány novými, moderními metodami. Finanční výkonnost firmy je silným měřítkem pro konkurenční pozici firmy a atraktivnost pro investory.

2.1.1 Pojetí výkonnosti

„Pojem výkonnost je většinou vymezen jako schopnost firmy (podnikatelského subjektu) co nejlépe zhodnotit investice vložené do jeho podnikatelských aktivit.“ (Šulák, 2005, str. 7) Podnikatelskou výkonnost hodnotí různí aktéři vystupující na trhu z odlišných hledisek.

Podle zákazníka je výkonnou firmou taková firma, která je schopna předvídat jeho potřeby a přání a nabídnout kvalitní produkt za cenu odpovídající jeho představě. Z hlediska zákazníka jsou měřítkem této schopnosti kvalita, dodací lhůta a cena.

Z hlediska manažera je výkonnost firmy vysoká tehdy, když prosperuje, má stabilní podíl na trhu, loajální zákazníky, nízké náklady, vyrovnané peněžní toky a její hospodaření je likvidní a rentabilní. Z pohledu manažera je pak měřítkem této schopnosti rychlost reakce na změny vnějšího prostředí a na vznik nových podnikatelských příležitostí.

Z pohledu vlastníka je důležité dosáhnout zhodnocení kapitálu, který jimi byl do firmy vložen. Dle vlastníka je výkonnou firmou ta firma, která je schopna tohoto dosáhnout v nejvyšší možné míře a co nejkratší době. Pro vlastníky je pak důležitým měřítkem návratnost investic, ekonomická přidaná hodnota nebo hodnota firmy.

2.1.2 Faktory ovlivňující výkonnost firem

Většina doporučení, která se týkají zvyšování výkonnosti podniku lze, dle Šulák (2005), zařadit do těchto tří rovin:

- rozvíjet efektivní marketing,
- zabezpečit srovnatelné výrobní základny s konkurencí,
- nalézt a vytvořit konkurenční výhodu.

Vzhledem k narůstající konkurenci na trzích je důležité, aby firmy využívaly efektivní marketing a získávaly tak konkurenční výhodu. Nárůst potřeby efektivního marketingu s sebou přináší nárůst nákladů na marketing. Nutnost nést tyto náklady je pak hlavní příčinou fúzí a převzetí. Avšak ze strategického pohledu firmy nabývá marketing na stále vyšší důležitosti.

Zabezpečit srovnatelné výrobní základny s konkurencí znamená neustále přizpůsobovat uspořádání zdrojů tak, aby byl provoz dostatečně hospodárný a aby bylo možné se bez problémů přizpůsobit cenové hladině u srovnatelných výrobků.

Třetí požadavek zahrnuje využití tržních segmentů, kde lze rozvíjet stěžejní kompetence, přičemž musí ve firmě existovat proinovační klima.

2.2 Vývoj metod hodnocení finanční výkonnosti podniku

Přístupy k měření výkonnosti firem prošly v posledních letech výrazným vývojem. Při hodnocení efektivnosti podnikových aktivit už není kladen význam na tradiční ukazatele, ale

dochází k preferování tržní hodnoty podniku. Díky rostoucí informační efektivnosti kapitálových trhů dochází k efektivnější alokaci kapitálu.

Finanční řízení je založeno na řízení hodnoty pro vlastníka (*Shareholder value*). Tato nová koncepce finančního řízení je postavena na modifikovaných finančních ukazatelích, díky kterým je možné lépe identifikovat procesy a činnosti, které reálně a dlouhodobě zvyšují jak hodnotu pro akcionáře, tak také celkovou hodnotu firmy.

Koncepci Shareholder value lze, dle Dluhošová (2010), chápat ve dvou dimenzích:

- Shareholder value jako měřítko výkonu (finanční veličinu),
- Shareholder value jako nejvyšší podnikový cíl (cíl podniku).

Z prvního hlediska jde především o maximalizaci bohatství akcionářů. Tento předpoklad je přirozený, neboť akcionáři společnost vlastní a očekávají dlouhodobý výnos své investice. Akcionáři požadují, aby zisk podniku byl vyšší než výnos, který by bylo možné získat při stejném riziku jinde. Pokud tomu tak není, pak nebyl vložený kapitál dostatečně zhodnocen a tím může v budoucnu dojít k ohrožení existence firmy.

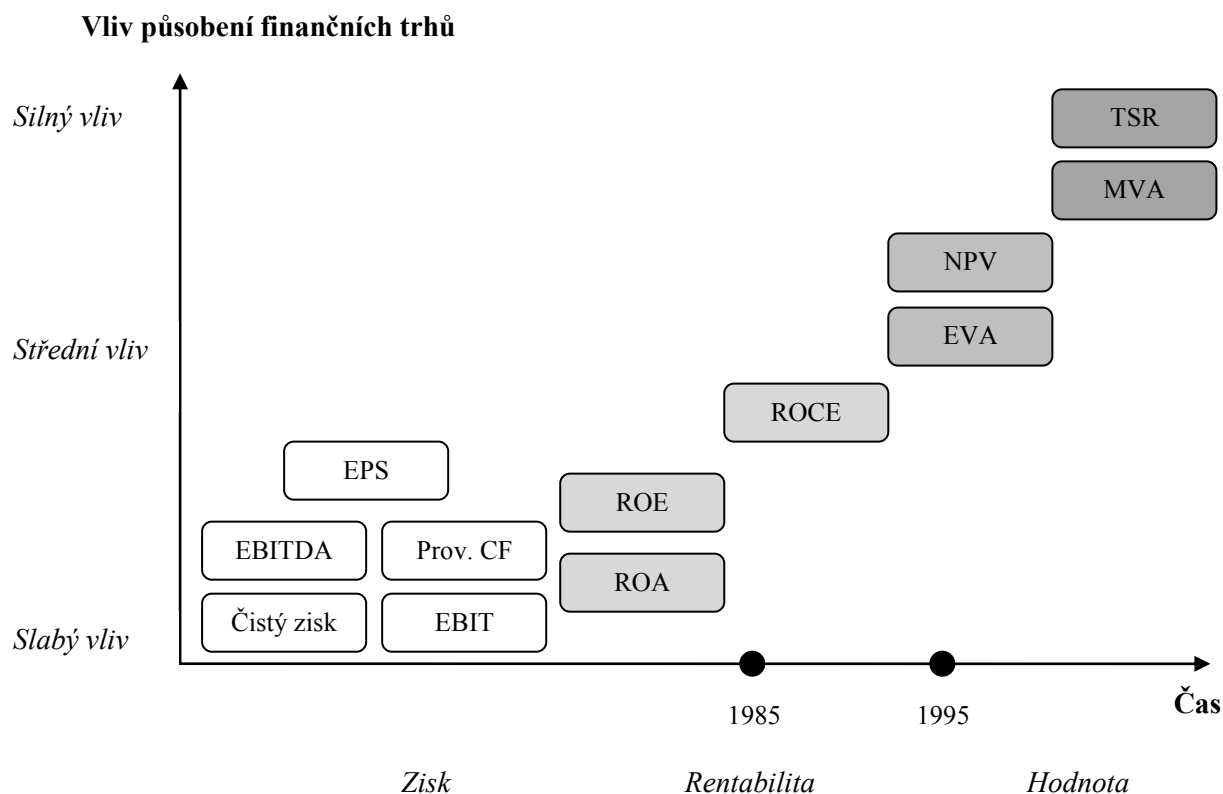
Z druhého hlediska jsou podniky brány jako nástroje pro splnění zájmů akcionářů. Tímto se cílem podniku stává maximalizace užitku akcionářů prostřednictvím maximalizace majetku akcionářů.

Dalším přístupem je Stakeholder přístup (*Stakeholder Approach*), u něhož jsou kromě zájmů akcionářů zahrnuty do cíle podniku také zájmy dalších zúčastněných osob, např. věřitelů, investorů nebo zaměstnanců.

Rozdíl mezi konceptem Shareholder value a konceptem Stakeholder spočívá v tom, že u přístupu Shareholder value je uspokojení požadavků zákazníků nebo zájmy zaměstnanců bráno jako prostředek pro dosažení vyššího cíle, kterým je tvorba hodnoty pro akcionáře, a ne jako cíl sám o sobě.

Metody měření výkonnosti se neustále vyvíjejí. Tento vývoj ukazatelů v závislosti na čase je zachycen v následujícím Obr. č. 2.1.

Obr. č. 2.1 Vývoj finančních ukazatelů výkonnosti podniků



Zdroj: Dluhošová (2010)

Podle Dluhošová (2010) jsou ukazatele měření výkonnosti podniku rozděleny dle síly vlivu působení finančních trhů a míry přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím na tři skupiny:

- účetní ukazatele výkonnosti,
- ekonomické ukazatele výkonnosti,
- tržní ukazatele výkonnosti.

2.2.1 Účetní ukazatele výkonnosti

Účetní ukazatele hodnocení finanční výkonnosti podniku byly používány od poloviny 80. let 20. Stol. Jsou založeny na účetní definici zisku, která jen málokdy vyjadřuje schopnost podniku generovat hotovostní toky. Tento fakt s sebou nese určité problémy. Mezi tyto ukazatele patří např.:

- ukazatel čistého zisku na jednu akcii (EPS),
- ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE),

- ukazatele rentability dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE),
- rentabilita aktiv (ROA).

Pomocí **ukazatele čistého zisku na jednu akcii** lze určit, kolik zisku připadá na jednu akcii. Čistý zisk na akcii lze zapsat takto

$$EPS = \frac{EAT}{\sum \text{kmenových akcií}}, \quad (2.1)$$

kde EAT je čistý zisk.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu vyjadřuje celkovou výnosnost vlastního kapitálu a tím i jeho zhodnocení v dosaženém zisku. Míra zisku, která je vypočtena z vlastního kapitálu je ukazatelem, pomocí kterého akcionáři zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos. Lze jej zapsat jako

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.2)$$

kde VK je vlastní kapitál.

Ukazatelem rentability dlouhodobě investovaného kapitálu se hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji. Tento ukazatel bývá často používán k mezipodnikovému porovnání.

Vyjadřuje se takto

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + \text{dlouhodobé dluhy}}, \quad (2.3)$$

kde $EBIT$ vyjadřuje zisk před zdaněním a úroky.

Ukazatel rentability aktiv je mnohem realističtější, avšak nejsou brány v úvahu náklady na kapitál. Ani nadprůměrně vysoká rentabilita aktiv tedy není zárukou zvyšování hodnoty firmy.

Rentabilita aktiv se vyjadřuje takto

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.4)$$

kde A jsou aktiva.

Avšak tyto ukazatele lze ovlivnit určitou manipulací. Společnost může např. zvýšit *ROE* tím, že zvýší svou zadluženost. Tomuto zkreslení se dá vyhnout pomocí ukazatele *ROCE*, proto se stal jedním z klíčových ukazatelů výkonnosti. Není vhodné jej používat pouze v omezeném počtu odvětví, jako je např. bankovníctví nebo pojišťovnictví.

2.2.2 Ekonomické ukazatele výkonnosti

Ekonomické ukazatele výkonnosti podniku vznikly na základě poznatku, že vývoj rentability vždy plně nemusí korelovat s tvorbou hodnoty pro vlastníky. Aby bylo možné určit hodnotu, je nutné porovnat výnosy s náklady na kapitál. Ekonomické ukazatele tedy zohledňují, na rozdíl od účetních ukazatelů, veškeré náklady na investovaný kapitál, ve výpočtu těchto ukazatelů je také promítnut faktor rizika a časový horizont. Mezi nepoužívanější kritéria patří:

- čistá současná hodnota (NPV),
- ekonomická přidaná hodnota (EVA),
- ukazatel CF z investic (CFROI).

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty a ukazatel CF z investic je podrobněji popsán a vysvětlen v kapitole 3.1. Proto je níže popsán pouze ukazatel čisté současné hodnoty.

Čistá současná hodnota je nepochybně nejvhodnějším ukazatelem, který umožňuje propočet vytvořené hodnoty. Tento ukazatel vyjadřuje přírůstek majetku v souvislosti s realizací daného projektu. Obecně se jedná o rozdíl mezi současnou hodnotou volných peněžních toků a počátečních výdajů.

Nedostatkem tohoto ukazatele je skutečnost, že musí být odhadnuty volné finanční toky na několik budoucích období.

2.2.3 Tržní ukazatele hodnocení výkonnosti

Tržní ukazatele hodnocení finanční výkonnosti podniku jsou velmi citlivé na vývoj akciového trhu a přitom je hodnocena výkonnost podniku z pohledu trhu. Mezi nejvýznamnější ukazatele patří:

- ukazatel tržní přidané hodnoty (MVA),
- ukazatel tržní výnos akciového kapitálu (TSR).

Pomocí **ukazatele tržní přidané hodnoty** se hodnotí, zda určitá firma vytvořila akcionářskou hodnotu. Jestliže celková tržní hodnota firmy je větší než množství kapitálu, které do ní bylo investováno, pak se firmě podařilo vytvořit určitou hodnotu. Tento ukazatel je považován za nejpřesnější měřítko bohatství, které firma vytvořila. Hlavním důvodem je skutečnost, že kurz akcií na efektivním akciovém trhu odráží všechny relevantní veřejně dostupné informace.

Tržní přidaná hodnota je definována na bázi hodnotového rozpětí takto

$$MVA = MV - C, \quad (2.5.)$$

kde MV je celková tržní hodnota podniku a C je celkový investovaný kapitál.

Ukazatel tržní výnos akciového kapitálu je tržním měřítkem pro vlastníky. Tento ukazatel je vyjádřen relativně a odpovídá součtu dividendového výnosu a kapitálového výnosu. Jedná se o výnos, který získávají akcionáři z koupě akcií. Lze jej vyjádřit jako

$$TSR = \frac{C_{t+1} - C_t + DIV}{C_t}, \quad (2.6.)$$

kde C_{t+1} (C_t) je tržní cena akcie v čase $t+1$ (t), DIV je vyplácená dividendy na akcii.

Nevýhodou těchto dvou výše popsaných ukazatelů je, že mohou ukazovat „ničení“ hodnoty z důvodu očekávání investorů, že dojde k poklesu budoucích zisků, i když výnos kapitálu je vyšší než náklady kapitálu.

2.2.4 Value drivers

Kromě výše uvedených účetních, ekonomických a tržních ukazatelů finanční výkonnosti podniku, je dle Dluhošová (2010), sledována také další skupina tzv. value drivers. Value drivers tvoří predikční ukazatele výkonnosti a jsou tak základem podnikové výkonnosti, zatímco finanční ukazatele lze zařadit mezi historické ukazatele výkonnosti. Zvláštní skupinu tvoří tzv. klíčové ukazatele, které jsou odlišné pro každé odvětví a mohou být buď operativní, nebo strategické.

Často je analýza value drivers prováděna dekompozicí ukazatele rentability dlouhodobých zdrojů (ROCE) na jejich prvotní komponenty, tedy na zisk před úroky a zdaněním (EBIT) a kapitál (C). Skutečné value drivers však mohou být nalezeny další dekompozicí na faktory, které ovlivňují tržby a náklady. Value drivers jsou specifické pro

každou firmu a odvětví a je tedy nutné je stanovit a modifikovat pro každou specifickou výrobní jednotku.

3 Moderní metody hodnocení výkonnosti

Tato kapitola je věnována charakteristice moderních metod používaných při hodnocení finanční výkonnosti podniku. Mezi tyto metody patří zejména ekonomická přidaná hodnota (EVA) a ukazatel CF z investic (CFROI). Hlavními prameny použitými v této kapitole jsou Mařík a Maříková (2005), Dluhošová (2010) a Viebig (2008).

3.1 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Ekonomická přidaná hodnota je měřítkem výkonnosti podniku. Autorem tohoto přístupu je Stern Stewart & comp, viz Stewart (1991), kteří tuto metodu popularizovali v USA, kde se začal v 90. letech 20. století implementovat do řízení mnoha firem.

Podstatou tohoto přístupu je, že je třeba rozlišovat mezi ziskem, který vykazuje účetnictví, a tzv. ekonomickým ziskem, resp. nadziskem. Ekonomického zisku je v tomto pojetí dosahováno tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale také náklady kapitálu, především náklady na vlastní kapitál.

Tato myšlenka se objevuje již u starších anglických autorů, např. u Marshalla, a její modifikace lze nalézt u velké řady autorů. Zatímco v dřívějších dobách se jednalo spíše o teoretickou záležitost, nyní jde o prosazování konkrétních ekonomických zájmů. Rozvoj kapitálových trhů a koncepce svobodného podnikání vytvořily prostor pro řízení podniků založené na maximalizaci akcionářské hodnoty, což znamená, že vedení podniku musí usilovat o co největší přínos pro akcionáře a to jednak v podobě dividend a jednak, a to především, formou zisků plynoucích z růstu cen akcií.

Obecný koncept tohoto ukazatele jako měřítka finanční výkonnosti podniku vyjadřuje nadzisk firmy, tedy rozdíl zisku a nákladů na kapitál, které představují minimální míru výnosnosti kapitálu.

V zásadě lze rozlišit dvě základní formy výpočtu:

- EVA na bázi provozního zisku,
- EVA na bázi hodnotového rozpětí,
 - EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí,
 - EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí.

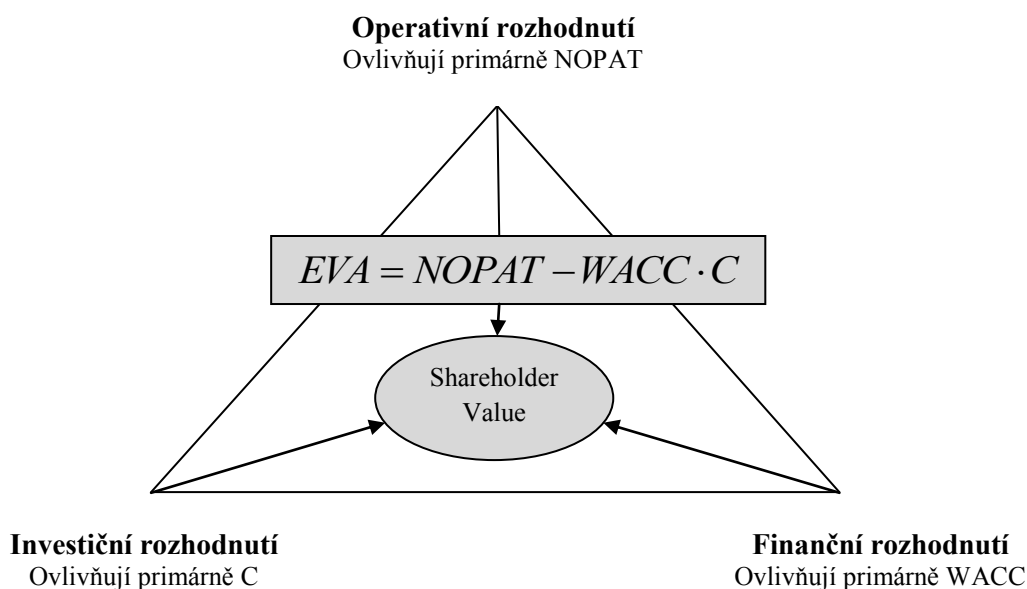
EVA na bázi provozního zisku je definována následovně

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (3.1)$$

kde *NOPAT* je čistý provozní zisk po zdanění, *WACC* jsou náklady na celkový kapitál a *C* je hodnota celkového firemního kapitálu.

Ukazatel EVA v tomto pojetí ovlivňují tři významné oblasti rozhodování v podniku, jedná se o operativní, investiční a finanční rozhodnutí. Tato situace je znázorněna v Obr. č. 3.1.

Obr. č. 3.1 Základní komponenty EVA a Shareholder value



Zdroj: Dluhošová (2010)

Druhou možností, jak určit ukazatel EVA, je vypočítat ukazatel **EVA na bázi hodnotového rozpětí**, který je definován takto

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (3.2)$$

kde *ROC* je výnosnost investovaného kapitálu.

Ukazatel EVA je v tomto případě tedy především závislá na rozdílu $ROC - WACC$ a tento rozdíl je označován jako tzv. reziduální výnos kapitálu. Hodnotové rozpětí lze vyčíslit jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál, hodnotové rozpětí představuje tzv. ekonomickou rentabilitu.

U výpočtu ukazatele EVA na bázi hodnotového rozpětí se dále rozlišuje mezi zúženým hodnotovým rozpětím a relativním hodnotovým rozpětím.

Ukazatel **EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí** lze vyjádřit jako

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (3.3)$$

kde ROE vyjadřuje výnosnost vlastního kapitálu, R_E jsou náklady vlastního kapitálu a E je vlastní kapitál.

V tomto případě se vychází pouze z výnosů vlastního kapitálu a pro vlastníka je žádoucí, aby rozdíl $(ROE - R_E)$ byl co největší.

Eva na bázi relativního hodnotového rozpětí je vyjádřena takto

$$EVA / E = (ROE - R_E). \quad (3.4)$$

Při výpočtu ukazatele EVA tímto způsobem není hodnota ukazatele ovlivněna výší vlastního kapitálu a lze tak měřit relativní výkonnost firmy.

Další členění ukazatele EVA je možné podle toho, komu slouží výpočet ekonomické přidané hodnoty a podle toho, jaké náklady jsou použity. Na tomto základě se pak rozlišuje EVA – entity, EVA – equity a EVA – APV.

EVA – entity je případ, který je zpravidla považován za základní. V tomto případě zahrnuje NOPAT jak výsledek hospodaření použitelný pro akcionáře, tak i úroky z cizího kapitálu. U tohoto přístupu je počítáno s průměrnými váženými náklady kapitálu WACC. EVA – entity odpovídá výpočtu EVA na bázi provozního zisku.

EVA – equity je přístup, který počítá pouze s náklady vlastního kapitálu. NOPAT musí být v tomto případě snížen o placené úroky a tento přístup odpovídá výpočtu EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí.

Varianta **EVA – APV** je situace, kdy je počítáno s náklady vlastního kapitálu, ale při nulovém zadlužení podniku.

Aby bylo možné ukazatel EVA vypočítat, je nutné provést určité úpravy a určit následující veličiny:

- výsledek hospodaření z operačních činností (NOPAT),

- tomuto výsledku hospodaření odpovídající aktiva (NOA),
- průměrné vážené náklady kapitálu.

Tyto úpravy jsou popsány v následujících podkapitolách.

3.1.1 Vyčíslení výsledku hospodaření z operačních činností (NOPAT)

NOPAT označuje zisk z operačních činností podniku po daních a měl by být tedy počítán jen z operační činnosti podniku. „*Operační činnost je ta část podnikatelské činnosti, která slouží základnímu podnikatelskému účelu.*“ (Mařík a Maříková, 2005, str. 15). Za neoperační činnosti bývají považovány všechny činnosti, které nejsou nezbytné pro výkon základní podnikatelské činnosti. Může se tedy stát, že některý výnos nebo náklad vykázaný jako provozní ve skutečnosti nesouvisí s podnikatelskou činností a proto byl zaveden pojem „operační“.

První zásadou pro vyčíslení NOPAT je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou tedy určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazeny do NOA, pak musí být jejich náklady a výnosy zahrnuty do výpočtu NOPAT, a naopak.

Druhou zásadou je rozhodnutí, co bude bráno jako základ pro výpočet:

- výsledek hospodaření z běžné činnosti,
- nebo provozní výsledek hospodaření.

V případě, že bude za základ považován výsledek hospodaření z běžné činnosti, který zahrnuje také provozní výsledek hospodaření a finanční výsledek hospodaření, je nutné provést následující změny a úpravy:

1. Vyloučení placených úroků z finančních nákladů a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových splátkách.
2. Z výsledku hospodaření je třeba také vyloučit mimořádné položky. Jde především o manka a škody a nároky na jejich náhradu, změny ve způsobu ocenění majetku nebo ostatní mimořádné náklady.
3. Pokud je to možné, tak je také doporučeno vyloučit mimořádné položky v nákladech a výnosech, které se svou výší nebudou opakovat. Sem patří např. náklady na restrukturalizaci, prodeje dlouhodobého majetku nebo mimořádné odpisy majetku.

4. Dále je potřeba započítat také vliv změn vlastního kapitálu, které se projevily při výpočtu NOA:
 - a. Vliv aktivace nákladů investiční povahy, především náklady na výzkum a vývoj. Tyto náklady je třeba nahradit odhadem odpisů aktivovaných nákladů.
 - b. Odpisy je třeba upravit podle toho, jak je vykazován goodwill v rozvaze.
 - c. Do výsledku hospodaření je třeba započítat případné zvýšení či snížení opravných položek na zásoby a pohledávky.
 - d. Z výsledku hospodaření je třeba vyloučit tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud ovlivnily výsledek hospodaření.
5. Je nutné posoudit, do jaké míry je dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek provozně potřebný, tzn., do jaké míry tato aktiva podmiňují základní podnikatelské aktivity.
6. Velmi důležitou položkou je úprava daní. Je třeba zjistit tzv. upravenou daň. Upravená daň je teoretická daň, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření. Zjednodušeně lze tuto daň určit tak, že se NOPAT vynásobí daňovou sazbou. Takto získaný výsledek však může být zkreslený, neboť v účetním výsledku hospodaření může být řada výnosových a nákladových položek, které nejsou daňově uznatelné. Pro přesnější výsledek je doporučeno použít jeden z následujících způsobů.
 - a. Skutečná daňová sazba je propočtena tak, že se vydělí splatná daň účetním výsledkem hospodaření. NOPAT pak bude vynásoben touto skutečnou sazbou.
 - b. Přesnějšího výsledku bude dosaženo, pokud splatná daň pro daný rok bude snížena nebo zvýšena o daňovou povinnost z výnosů a daňové výnosy z nákladů, o které se NOPAT liší oproti výsledku hospodaření.

3.1.2 Vyčíslení operačních aktiv (NOA)

Jak je již uvedeno výše, při určení ukazatele EVA se vychází z operační činnosti, proto také aktiva musejí být upravena a musí být vyčíslena tzv. operační aktiva, tedy aktiva, která souvisí s podnikatelskou činností. Při výpočtu NOA se vychází z rozvahy a je potřeba provést tyto úpravy:

- z aktiv vydělit neoperační aktiva,
- aktivovat položky, které účetně v aktivech vykazovány nejsou,

- aktiva snížit o neúročený cizí kapitál.

1. Vyloučení neoperačních aktiv

V tomto kroku je důležité určit, která aktiva mají operační charakter a jsou nezbytná pro základní činnosti podniku a která nikoliv. Většinou se jedná o následující položky.

Krátkodobý finanční majetek

Podle českého účetnictví jsou do této položky zahrnuty peníze, účty v bankách, krátkodobé cenné papíry a podíly.

V případě krátkodobých cenných papírů se jedná o cenné papíry, které nejsou považovány za dlouhodobé uložení peněz a mohou být v blízké době prodány, aniž by byla dotčena operační činnost podniku.

Peněžní prostředky by měly být udržovány jen na provozní výši. Peněžní prostředky zahrnuté v rozvaze lze považovat za provozně nutné a mohou tak být zařazeny do NOA. Některé podniky však mohou držet větší množství peněžních prostředků, proto je nutné určit maximálně nezbytnou úroveň peněžních prostředků a to např. pomocí poměrového ukazatele peněžní likvidity.

Dlouhodobý finanční majetek

Kritériem pro rozhodnutí o zařazení nebo nezařazení dlouhodobého finančního majetku do NOA by měl být účel těchto finančních investic a charakter spojení mezi podniky, které se takto vytvořilo. Pokud mají finanční investice portfoliový charakter, pak by měly být z NOA vyčleněny. Pokud je investice spojena s hlavní činností, pak by tato investice měla být v NOA ponechána a účelně oceněna pokud možno na základě tržní hodnoty.

V souladu se začleněním nebo nezačleněním těchto položek do NOA je třeba také upravit výši NOPAT.

Vlastní akcie

Vlastní akcie jsou vyloučeny z vlastního kapitálu a neměly by tedy být zahrnuty v NOA.

Nedokončené investice

Nedokončené investice jsou obvykle provozně potřebné, nepodílí se však na tvorbě současných výsledků hospodaření a proto by měly být z NOA vyloučeny.

Jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti

Jedná se např. o pronajaté pozemky a budovy, nadbytečné zásoby apod. Lze předpokládat, že tato aktiva budou postupně rozprodána a je tedy účelné je z NOA vyloučit.

2. Operační aktiva nevykázaná v účetnictví

Finanční leasing

Finanční leasing je žádoucí do NOA zahrnout a to nejlépe v tržní hodnotě. Leasing tvoří podstatnou část investic, proto jsou leasingové obchody aktivovány a z nich plynoucí závazky vykazovány v pasivech.

U finančního leasingu je rozhodující pohled ekonomický, tedy to, že ekonomické užítky a rizika nese nájemce. Proto by měl být předmět leasingu začleněn do aktiv nájemce a pasiva pak rozšířeny o tomu odpovídající závazky.

Operativní leasing a nájem

Na rozdíl od finančního leasingu se u operativního leasingu neumožňuje majetek aktivovat. Z ekonomického hlediska však i zde platí, že operativní leasing a nájem jsou určitou formou cizího financování podnikové činnosti. Proto je třeba zvážit, zda tyto položky do NOA zahrnout či nikoliv.

Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv

Jedná se především o opravné položky týkající se pohledávek. Do účetnictví jsou předávány opravné položky tvořené podle jednotlivých daňových předpisů, proto zde mohou vznikat jak tiché rezervy, tak může docházet k nadhodnocování výše pohledávek.

Druhou důležitou položkou jsou zásoby. Ty mohou být oceněny realizační cenou jen v případě, že je nižší než pořizovací cena.

Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek bývá oceňován pořizovacími cenami. Z pohledu EVA je zřejmé, že v případě dvou podniků, které budou vykazovat stejné výsledky hospodaření, bude ten, který má starší používaná dlouhodobá aktiva, vykazovat vyšší hodnotu EVA.

Goodwill

Goodwill vzniká jako rozdílová položka například při koupi podniku v případě, že je cena za 100% podíl na základním kapitálu vyšší než rozdíl mezi reálným oceněním aktiv a závazků. Pro výpočet NOA je žádoucí, aby byl goodwill v aktivech vykázán.

Tiché rezervy

Tiché rezervy mohou být úmyslně vytvářeny pomocí odpisů a opravných položek na straně aktiv nebo pomocí rezerv na straně pasiv. Pokud dochází úmyslně ke snižování hodnoty aktiv, pak je třeba zařadit je formou ekvivalentů vlastního kapitálu k účetnímu vlastnímu kapitálu.

3. Neúročený cizí kapitál

Z operačního výsledku hospodaření je nutné vyloučit odpočet všech nákladů na cizí kapitál. Hlavní součástí této položky jsou zpravidla dodavatelské úvěry, které nejsou explicitně úročené, avšak finanční náklady spojené s těmito úvěry jsou zahrnovány do nákupních cen. Proto je třeba počítat s tím, že vykázaný operační výsledek hospodaření je nižší o tyto skryté finanční náklady.

3.1.3 Vyčíslení nákladů kapitálu

Při výpočtu ukazatele EVA je důležité vypočítat náklady kapitálu. Při určování nákladů kapitálu je třeba rozlišovat mezi EVA - entity, EVA – equity a EVA – APV.

Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu lze brát jako úroky neb kupónové platby, které je třeba platit věřitelům. Základní úroková sazba je dána situací na trhu. Náklady kapitálu, které firma získá formou dluhu lze vyjádřit v podobě úroku sníženého o daňový štít, tedy o úspory z daní, následovně

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (3.5)$$

kde i je úroková míra z dluhu a t je sazba daně.

V případě, že má podnik různou strukturu úvěrů, pak je možné určit náklady na cizí kapitál určit jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z těchto forem cizího kapitálu.

Náklady na vlastní kapitál

Vyčíslení nákladů na vlastní kapitál je složitější, než v případě nákladů na cizí kapitál. Základními metodami, které se používají k určení nákladů na vlastní kapitál, jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),

- arbitrážní model oceňování (APM),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

a) Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Jedná se o tržní přístup stanovení nákladů na vlastní kapitál. Model je rovnovážný, což znamená, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Model CAPM lze určit dle následujícího vztahu

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (3.6)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Beta koeficient lze stanovit na základě beta zadlužené firmy v závislosti na beta nezadlužené firmy následovně

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (3.7)$$

kde β^L je beta zadlužené firmy, β^U je beta nezadlužené firmy, D je cizí kapitál a E je vlastní kapitál.

b) Arbitrážní model oceňování

Jedná se o alternativní model oceňování aktiv. Model je vícefaktorový, bere se tedy v úvahu více rizikových faktorů, které mohou být makroekonomické i mikroekonomické. Rovnovážnou podmínkou je nemožnost arbitráže, což znamená, že žádný z investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku.

Model lze zapsat takto

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F], \quad (3.8)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j-tého faktoru, $E(R_j)$ je očekávaný výnos j-tého faktoru.

c) Dividendový model

Tento model se využívá pro oceňování akcií v případě, kdy tržní cena akcie je dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Náklady na vlastní kapitál pak lze určit takto

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (3.9)$$

d) Stavebnicové modely

Tyto modely se využívají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomice, kde je nedokonalý kapitálový trh a tržní ekonomika funguje krátkou dobu. Stavebnicové modely jsou založeny na tom, že alternativní náklad vlastního kapitálu lze stanovit jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. Rizikové premie se odvozují z podnikových účetních dat. Nejpoužívanějším modelem je model, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu.

Pomocí toho modelu se stanoví náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy takto

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}, \quad (3.10)$$

kde R_F je bezriziková úroková míra, $R_{\text{podnikatelské}}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, R_{finstab} je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Celkové náklady zadlužené firmy jsou následně určeny takto

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right). \quad (3.11)$$

A náklady vlastního kapitálu jsou pak určeny dle tohoto vztahu

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (3.12)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje, VK je vlastní kapitál, A jsou aktiva, CZ je čistý zisk, Z je hrubý zisk a UM je úroková míra.

Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál zahrnují dvě složky, náklady na cizí kapitál a náklady na kapitál vlastní. Podíl jednotlivých složek kapitálu je nutné vyčíslit na základě tržních dat.

Náklady na celkový kapitál se stanoví podle následujícího vzorce

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (3.13)$$

kde R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, t je sazba daně z příjmu, D je úročený cizí kapitál, R_E jsou náklady vlastního kapitálu a E je vlastní kapitál.

3.1.4 Další využití ukazatele EVA

Ekonomickou přidanou hodnotu lze využít také v jiných oblastech finančního řízení. Mezi jednu z nejvýznamnějších oblastí využití patří oceňování podniků. Při výpočtu ukazatele EVA je nutné dodržovat podmínky použití tržních dat, proto nutné ocenit vlastní kapitál právě pomocí ukazatele EVA. Toto, ocenění je možné provést podle následujícího vzorce

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0, \quad (3.14)$$

kde H_n je hodnota vlastního kapitálu podniku, EVA_t je EVA v roce t , CK_0 je hodnota cizího úročeného kapitálu k datu ocenění a A_0 jsou ostatní neoperační aktiva k datu ocenění.

Dále je možné použít ukazatel EVA v oblasti řízení a motivování zaměstnanců nebo také pro hodnocení investičních projektů.

3.2 Ukazatel CF z investic (CFROI)

Dalším moderním ukazatelem, pomocí kterého je možné hodnotit finanční výkonnost podniku, je ukazatel CF z investic. Tento ukazatel byl vytvořen americkou společností HOLT Value Associates a jedná se v podstatě o komplexní model, jehož jádrem je měřítko výkonů CF ROI, který je chápán především jako nástroj pro hledání hodnoty akcie.

Původní verze tohoto ukazatele odpovídá průměrnému vnitřnímu výnosovému procentu existujících investic v daném podniku.

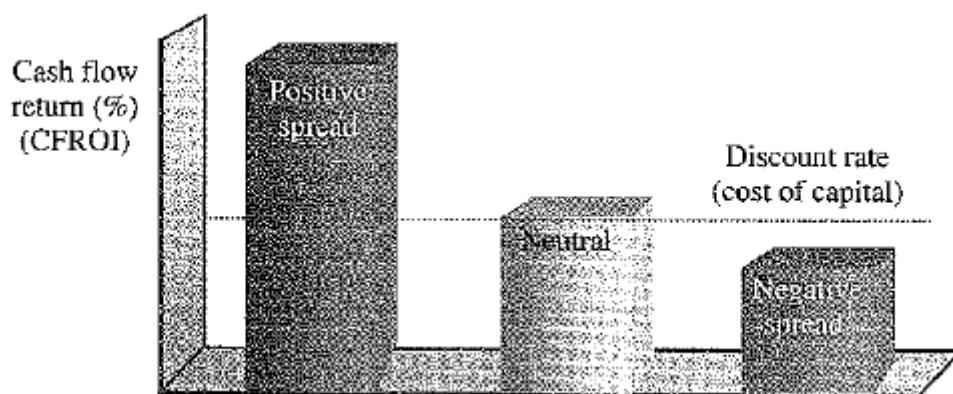
Lze jej tedy napsat následovně

$$\sum_{t=1}^T GCF_t(1+CFROI)^{-t} + SV(1+CFROI)^{-T} = GCE, \quad (3.15)$$

kde GCE jsou provozní aktiva v pořizovací ceně, která musí být transformována na současnou hodnotu zohledňující inflaci od nákupu aktiv po možnost vyhodnocení, GCF_t je CF z provozních aktiv a SV je zůstatková hodnota aktiv po uplynutí doby životnosti.

Podstatou tohoto ukazatele je pak porovnání vnitřního výnosového procenta a průměrných nákladů na kapitál. Pokud je ukazatel CFROI větší, než náklady kapitálu, pak se jedná o tzv. pozitivní spread, dochází k růstu podnikání, CFROI by měl být udržován nebo zvyšován. V případě, že ukazatel CFROI se rovná nákladům kapitálu, pak se jedná o tzv. neutrální spread. V tomto případě nedochází k růstu a je ničena hodnota, mělo by dojít ke zvýšení ukazatele CFROI prostřednictvím zvyšování zisku a využití majetku. Pokud je CFROI nižší, než jsou náklady kapitálu, pak se jedná o tzv. negativní spread, kdy dochází k ničení hodnoty a návratnost je nízká. Všechny tři situace jsou přehledněji znázorněny v Obr. č. 3.2.

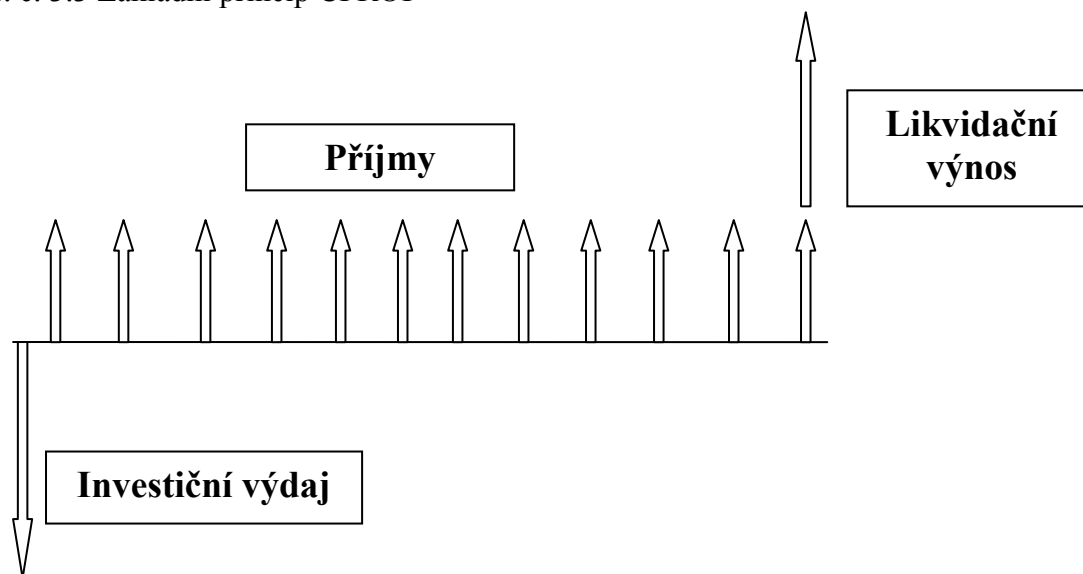
Obr. č. 3.2 Porovnání CFROI a nákladů kapitálu



Zdroj: Viebig, Poddig, Varmaz (2008)

CFROI je v podstatě ukazatel výnosnosti investic pro celý podnik. K určitému datu je kalkulován investiční výdaj, který po dobu předpokládané životnosti generuje příjem. Poslední rok je k dispozici jak běžný příjem, tak také výnos z likvidace, tzn. Výnos spojený s ukončením provozu. CFROI je vnitřní výnosovou mírou těchto toků. Tento základní princip je zachycen v Obr. č. 3.3.

Obr. č. 3.3 Základní princip CFROI



Zdroj: Mařík a Maříková (2005)

V modelu CFROI je podnik chápán jako soubor investičních projektů, kdy každý z nich zahrnuje investiční výdaje vynaložené v konkrétním roce a jim odpovídající řadu peněžních toků. CFROI je tedy v podstatě složeno z těchto hlavních komponent.

Brutto investiční báze

Jedná se o počáteční investiční výdaj, který je složen ze dvou základních složek, z odepisovaných a neodepisovaných aktiv. Odepisovaná aktiva zahrnují především hmotná a nehmotná dlouhodobá aktiva, která jsou odepisována v průměru po dobu n let. Druhá část zahrnuje tzv. monetární aktiva, která tvoří oběžný majetek bez zásob, dlouhodobý finanční majetek a přechodná aktiva. Dále jsou v neodepisovaných aktivech zahrnuty zásoby a pozemky. Brutto investiční báze v podstatě odpovídá NOA v modelu EVA, ale s tím rozdílem, že aktiva nejsou vyjádřena v zůstatkových hodnotách, ale v brutto hodnotách.

Brutto cash flow

Peněžní toky s v modelu CFROI vypočítávají nepřímou metodou, vychází se z výsledku hospodaření, který je upravován, podobně jako u metody EVA. Cílem je získat výsledek hospodaření, který nezahrnuje mimořádné náklady a výnosy všeho druhu. K upravenému výsledku hospodaření jsou následně připočteny plánované odpisy, vráceny nákladové úroky a odečtena ztráta monetárních aktiv v důsledku inflace. Takto vznikne brutto cash flow, které odpovídá NOPAT v modelu EVA.

Předpokládaná doba využití odepisovaných dlouhodobých aktiv

Tato hodnota je odhadnuta jako jednoduchý poměr hodnoty odepisovaných aktiv v pořizovacích cenách a ročních odpisů.

Diskontní míra

Obecně se při stanovení diskontní míry používá model CAPM. Metoda CFROI ovšem tuto metodiku zpochybňuje. Model CFROI vychází při stanovení diskontní míry z těchto předpokladů:

- diskontní míra pro tržní ocenění musí být odvozena z trhu,
- diskontní míra musí být konzistentní s modelem ocenění, neměla by být závislou veličinou ocenění
- základem diskontní míry by měla být tzv. tržní diskontní míra, tato míra je pro konkrétní podniky upravena o specifické rizikové přírážky.

Diskontní míra by měla být odvozena z trhu, aby tomu tak bylo, postupuje se při stanovení obdobně, jako u dluhopisů obchodovaných na kapitálovém trhu a to následovně

$$\sum \text{tržních cen dluhopisů} = \sum \frac{\text{Cash flow v roce } t \text{ za všechny dluhopisy}}{(1+i)^t}. \quad (3.16)$$

Výnosy u jednotlivých dluhopisů se budou lišit vlivem různých faktorů mající vliv na posuzování rizikovosti dluhopisu ze strany investorů. Výnosnost každého pak může být rozdělena na součet tržní výnosové míry a dodatečné rizikové přírážky spojené s daným dluhopisem.

Podobně se postupuje při hledání diskontní míry u konkrétního podniku, avšak za podmínky známé tržní hodnoty podniku. Princip stanovení diskontní míry je pak následující

$$\text{Tržní hodnota podniku} = \sum \frac{BCF}{1+i}, \quad (3.17)$$

kde BCF je brutto cash flow.

Technika propočtu tržní diskontní míry je založena na iteracích a odpovídá postupu pro hledání vnitřní výnosové míry investice. Dle Mařík a Maříková (2005) platí v modelu CFROI pro tržní úrokovou míru, že:

- je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu,
- je určena bez inflace,

- je odvozena z odhadů budoucnosti,
- náklady jsou kalkulovány bez daňového štítu.

3.3 Ukazatel CVA

Ukazatel CVA, tedy ukazatel peněžní přidané hodnoty byl vyvinut poradenskou firmou Boston Consulting Group. Jedná se o další možné měřítko výkonnosti podniku. Myšlenkový princip této metody je podobný konceptu EVA, avšak namísto hospodářského výsledku se využívá při výpočtu určité varianty peněžních toků. Výpočet ukazatele CVA je možné provést podle následujícího vzorce

$$CVA = (CFROI - WACC) \cdot BIB, \quad (3.18)$$

kde *CFROI* je ukazatel cash flow on investment a *BIB* je brutto investiční báze.

4 Zhodnocení výkonnosti vybraného podniku

V této kapitole je zhodnocena finanční výkonnost společnosti XY s.r.o. dle moderních metod hodnocení výkonnosti podniku. Vedení společnosti si nepřeje uvádět jméno podniku, proto je v této práci společnost pojmenována jako XY s.r.o. Na začátku kapitoly je charakterizována společnost XY s.r.o. a následně je provedena analýza výkonnosti pomocí ukazatele EVA a CFROI. V závěru kapitoly je provedeno zhodnocení a popsána případná doporučení. Hlavními použitými prameny jsou výroční zprávy společnosti XY s.r.o. Veškeré výpočty jsou provedeny dle výše uvedených postupů.

4.1 Charakteristika společnosti XY s.r.o.

4.1.1 Základní informace o společnosti

Název společnosti:	XY s.r.o.
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	výroba, instalace a opravy elektronických zařízení, pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor bez poskytování jiných než základních služeb zajišťujících řádný provoz nemovitostí, bytů a nebytových prostor
Datum vzniku:	18. srpna 2004
Základní kapitál:	187 800 000,- Kč

4.1.2 Vznik společnosti a popis činnosti

Společnost XY byla založena roku 1925 v malém městečku Struer na severozápadě Dánska. Peter Bang a Svend Olufsen vytvořili společnost, která se stala ikonou mezinárodního designu a celosvětovým symbolem audio – vizuální dokonalosti. Dnes je tato společnost známá především díky široké nabídce kvalitních televizorů, hudebních systémů a výkonných reproduktorů. Produkty společnosti jsou prodávány prostřednictvím rozsáhlé a nezávislé maloobchodní sítě ve více než sto zemích světa.

XY s.r.o. byla založena 18. srpna 2004 jako dceřiná společnost XY A/S a je stoprocentně vlastněna touto dánskou společností. Ovládající osoba je jediným společníkem.

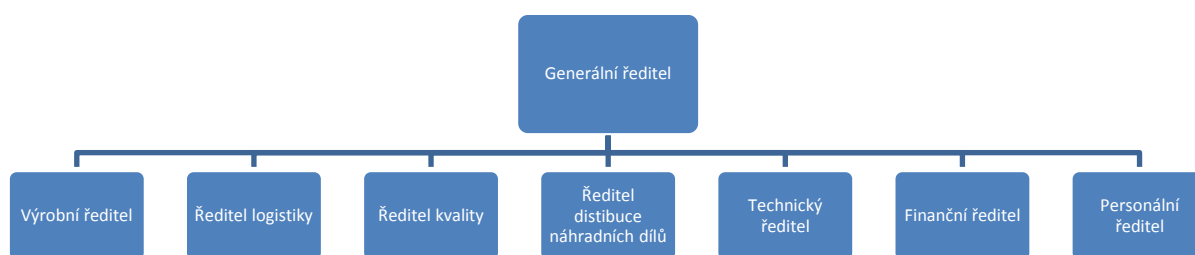
Společnost XY patří mezi nejšpičkovější firmy především z oblasti zvuku. Proslula v oblasti špičkového zvuku, ale i obrazu, především jako autor naprosto neotřelých řešení, která povyšují techniku na umění.

Primárním předmětem podnikání společnosti je výroba, instalace a opravy elektronických zařízení. Výroba a montáž elektronických zařízení začala na podzim roku 2004. Jedná se o jediný závod, který má tato společnost mimo Dánsko. Součástí tohoto závodu je také oddělení výzkumu a vývoje, které zahájilo svou činnost v červnu roku 2011.

4.1.3 Organizační struktura

Organizační struktura společnosti XY s.r.o. je zachycena v následujícím Obr. č. 4.1.

Obr. č. 4.1 Organizační struktura společnosti XY s.r.o.



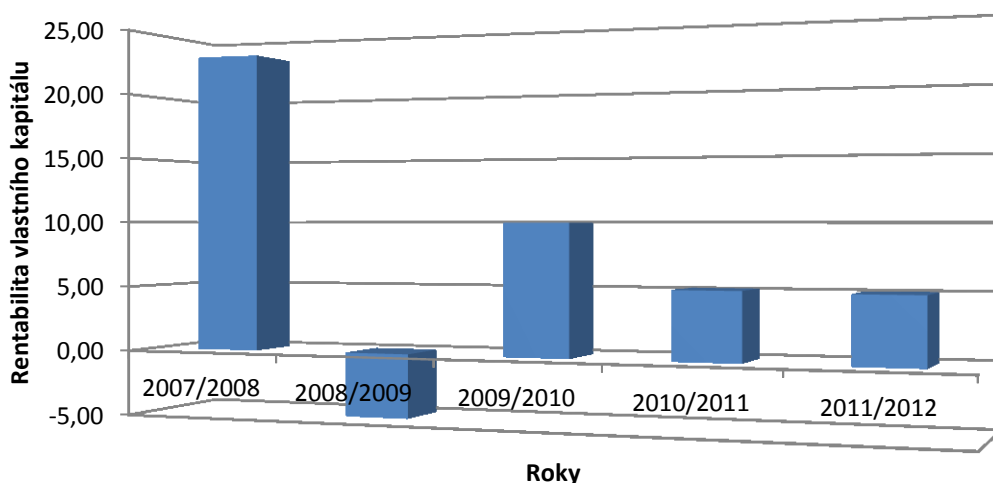
Zdroj: výroční zpráva XY s.r.o. 2011/2012

4.2 Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele ROE

Hodnotit finanční výkonnost společnosti je možné, jak je uvedeno výše, pomocí klasických ukazatelů nebo moderních metod. Finanční výkonnost společnosti XY s.r.o. je hodnocena dle moderních metod. Avšak v některých případech je k vyčíslení ukazatele EVA potřebný ukazatel ROE, proto je jeho vývoj, jako jediného z klasických ukazatelů, zahrnut v této analýze.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu vyjadřuje celkovou výnosnost vlastního kapitálu. Rentabilita vlastního kapitálu by měla mít rostoucí trend. Vývoj tohoto ukazatele ve společnosti XY s.r.o. je zachycen v následujícím Grafu č. 4.1.

Graf č. 4.1. Ukazatel ROE



Zdroj: vlastní výpočty

Jak lze vidět z grafu výše, nejvyšších hodnot rentability vlastního kapitálu dosahovala společnost XY s.r.o. v hospodářském roce 2007/2008. V tomto roce vytvořila společnost nejvyšší přidanou hodnotu ze všech analyzovaných let. To bylo způsobeno zejména zvýšením poptávky po výrobcích společnosti a také zavedením výroby nového produktu. V hospodářském roce 2008/2009 došlo k výraznému poklesu hospodářského výsledku a společnost vykazovala ztrátu. Tato ztráta byla především způsobena snížením poptávky po výrobcích a službách společnosti a zároveň navýšením počtu zaměstnanců, kteří byli přijati během hospodářského roku z důvodu implementace nových výrobků. Celkový hospodářský výsledek pak ovlivnil zejména finanční výsledek hospodaření, ve kterém došlo k výraznému snížení finančních výnosů oproti hospodářskému roku 2007/2008 a naopak navýšení finančních nákladů. Všechny tyto skutečnosti měly vliv na hodnotu rentability vlastního kapitálu, která je v tomto roce nejnižší. V následujícím roce došlo ke zvýšení rentability vlastního kapitálu. Společnost v tomto roce vykazovala kladný výsledek hospodaření a to zejména díky prodeji dlouhodobého majetku. Dále došlo ke splacení úvěru do mateřské společnosti a i tato skutečnost se projevila v hospodaření společnosti XY s.r.o. V hospodářském roce 2010/2011 opět došlo ke snížení rentability vlastního kapitálu. V podniku pokračoval trend snižující se přidané hodnoty, kterou podnik vytvořil, přičemž osobní náklady spojené s počtem zaměstnanců zůstaly na přibližně stejné výši jako v roce minulém. Rentabilita vlastního kapitálu v hospodářském roce 2011/2012 byla srovnatelná s rokem předchozím. Ačkoli společnost vykazovala kladný výsledek hospodaření, nebyla jeho

výše zdaleka taková, jako tomu bylo v hospodářském roce 2007/2008. Zároveň má společnost v posledním roce nejnižší hodnotu vlastního kapitálu, což může být způsobeno především nízkou hodnotou výsledku hospodaření, tedy nízkou poptávkou po výrobcích a službách společnosti, a také snižující se hodnotou nerozděleného zisku minulých let. Dalším důvodem může být také vytvoření oddělení výzkumu a vývoje. Hospodářský rok 2011/2012 je prvním rokem, kdy se ve společnosti objevují náklady na výzkum a vývoj.

4.3 Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele EVA

Tato kapitola je věnována výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty a následně zhodnocení finanční výkonnosti. Před samotným výpočtem ukazatele EVA je nutné provést určité úpravy, které jsou zmíněny výše.

4.3.1 Vyčíslení operačních aktiv - NOA

Vyloučení neoperačních aktiv

Jak je již uvedeno v kapitole 3.1.2 je nutné vyloučit z aktiv společnosti ta aktiva, která nesouvisí se základní činností podniku a zároveň připočíst ta aktiva, která s hlavní činností souvisí, ale nejsou v účetnictví vykazována. Dle Mařík a Maříková (2005) byla vyloučena nebo ponechána následující aktiva.

Krátkodobý finanční majetek

Krátkodobý finanční majetek společnosti XY s.r.o. zahrnuje především peníze a účty v bankách. Peněžní prostředky by měly být udržovány jen na provozně nutné výši. Tuto výši je možné, dle Mařík a Maříková (2005), odhadnout použitím ukazatele hotovostní likvidity. V následující Tabulce č. 4.1 jsou uvedeny hodnoty hotovostní likvidity pro jednotlivé hospodářské roky společnosti.

Tab. č. 4.1 Hotovostní likvidita společnosti XY s.r.o.

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Hotovostní likvidita	0,0592	0,0548	0,1691	0,0484	0,0458

Zdroj: vlastní výpočty

Vzhledem k tomu, že v žádném roce nepřesáhl ukazatel hotovostní likvidity hodnotu 0,3¹, pak je krátkodobý finanční majetek společnosti udržován na provozně nutné výši a není nutné jej tedy z aktiv vyloučit.

Dlouhodobý finanční majetek

Společnost XY s.r.o. vykazuje dlouhodobý finanční majetek pouze v letech 2007/2008 a 2008/2009. Jedná se o 70% podíl ve společnosti TISOL s.r.o. Vzhledem k tomu, že tento majetek souvisí s činností podniku, je účelné jej v aktivech ponechat ve výši vykazované ve výkazech společnosti. Hodnoty dlouhodobého finančního majetku společnosti v jednotlivých letech jsou uvedeny v následující Tabulce č. 4.2.

Tab. č. 4.2 Dlouhodobý finanční majetek

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Dlouhodobý finanční majetek	1 200	1 440	-	-	-

Zdroj: výroční zprávy společnosti

Nedokončené investice

Nedokončené investice společnosti zahrnují především nedokončený dlouhodobý majetek. Tento majetek je sice obvykle provozně nutný, avšak nepodílí se na tvorbě současných výsledků hospodaření, pro je nutné jej z aktiv vyloučit. V Tabulce č. 4.3 jsou zachyceny hodnoty nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku společnosti XY s.r.o.

Tab. č. 4.3 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Nedokončený DHM	17 052	707	4	405	127

Zdroj: výroční zprávy společnosti

Krátkodobé, explicitně néuročené závazky

Společnost XY s.r.o. vykazuje následující néuročené závazky: závazky z obchodních vztahů, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění a daňové závazky a dotace. Součástí krátkodobých závazků jsou také závazky k ovládané nebo ovládající osobě, jedná se o úvěr poskytnutý mateřskou společností, který je úročen, proto je z těchto závazků vynechán.

¹ Zdroj: Mařík a Maříková (2005)

Dále vykazuje společnost dlouhodobé závazky. Jedná se o odložený daňový závazek, který není úročen. V posledním roce je pak součástí dlouhodobých závazků také závazek k ovládané nebo ovládající osobě. Jedná se však opět o úročený úvěr mateřské společnosti, proto s touto položkou není počítáno.

V následující Tabulce č. 4.4. je uvedena hodnota krátkodobých neúročených závazků v jednotlivých letech.

Tab. č. 4.4 Krátkodobé, explicitně neúročené závazky (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Krátkodobé závazky	161 098	87 219	117 578	72 447	122 035
Dlouhodobé závazky	6 802	8 678	16 127	18 282	16 296
Neúročený cizí kapitál	167 900	95 897	133 705	90 729	138 331

Zdroj: vlastní výpočty

Operační aktiva nevykázaná v účetnictví

Tato položka zahrnuje především leasing. Společnost XY s.r.o. využívá operativní leasing na základě smlouvy o poskytování služeb se společností XY ICE Power. Předmětem těchto smluv jsou především manažerské smlouvy. Nejen v ČR, ale také ve světě, se neumožňuje majetek u operativního leasingu aktivovat. Ekonomicky je však operativní leasing určitou formou cizího financování podnikové činnosti a měl by být aktivován. Dále je třeba počítat s implicitními finančními náklady a tyto úroky následně připočítat k propočtenému NOPAT. Implicitní úroky v jednotlivých letech jsou zachyceny v Tabulce č. 4.5 níže.

Tab. č. 4.5 Implicitní úroky

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Bezriziková sazba	4,30%	3,98%	3,89%	3,70%	2,12%
Ukazatel úrokového krytí	3,1924	1,8971	2,9289	1,8933	3,5813
Rating	A-	B+	BBB	B+	A-
Riziková přírážka	1,30%	5,50%	2,00%	5,50%	1,30%
Odhadnutá úroková míra	5,60%	9,48%	5,89%	9,20%	3,42%

Zdroj: Damodaran online, mf.cz, vlastní výpočty

K určení implicitních úroků operativního leasingu je potřeba znát bezrizikovou sazbu, rating a rizikovou přírážku. Jako bezriziková sazba je brána výnosová míra desetiletých

státních dluhopisů.² Hodnota ratingu a rizikové přírážky byla převzata z internetových stránek.³

Operativní leasing je vykazován na bázi současných plateb nájemného, jak je tomu u finančního leasingu. K aktivaci je potřeba určit náklady na zajištěný dluh. Těmto nákladům odpovídá odhadnutá úroková míra z Tabulky č. 4.3. Tyto odhadnuté úrokové míry byly použity při výpočtu současné hodnoty operativního leasingu ke konci každého analyzovaného roku. V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty aktivovaného operativního leasingu v jednotlivých analyzovaných letech, které jsou při úpravě aktiv připočteny k původní hodnotě aktiv.

Tab. č. 4.6. Operativní leasing (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Aktivovaný operativní leasing	60 525	38 904	25 193	16 290	9 444

Zdroj: vlastní výpočty

Ekvivalenty vlastního kapitálu

Položky ekvivalentů vlastního kapitálu zahrnují část vlastního kapitálu, která není obsažena v původním účetním vlastním kapitálu, ale vznikla teprve ekonomickými úpravami dat. Patří zde především oceňovací rozdíly u oběžných aktiv a dlouhodobého majetku, ale také náklady na výzkum a vývoj, rezervy, goodwill a tiché rezervy.

Náklady na výzkum a vývoj

Náklady na výzkum a vývoj se u společnosti XY s.r.o. objevily poprvé v hospodářském roce 2011/2012, proto není s touto položkou počítáno v letech předchozích. Společnost náklady na výzkum a vývoj neodepisuje. Odpisový plán je uveden v Tabulce č. 4.7. Dle Mařík a Maříková (2005) je doporučená doba odepisování nákladů na výzkum a vývoj pět let a náklady jsou tak zařazeny do druhé odpisové skupiny. Vzhledem k tomu, že společnost XY s.r.o. používá pro odepisování lineární metodu, je tato zvolena také pro odepisování nákladů na výzkum a vývoj. Z důvodu nedostupnosti interních informací je při analýze společnosti zaveden předpoklad, že daňové odpisy jsou rovny odpisům účetním.

² Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/>

³ Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tab. č. 4.7. Odpisový plán

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Pořizovací cena (v tis. Kč)	0	0	0	0	38 354,00
Odpisy					
1. rok (11%)	0	0	0	0	4 218,94
2.rok (22,25%)	0	0	0	0	8 533,77
3.rok (22,25%)	0	0	0	0	8 533,77
4.rok (22,25%)	0	0	0	0	8 533,77
5.rok (22,25%)	0	0	0	0	8 533,77

Zdroj: vlastní výpočty

V Tabulce č. 4.8 jsou uvedeny celkové propočty aktivace nákladů na výzkum a vývoj. Jak je již zmíněno výše, společnost vykazuje tento druh nákladů pouze v posledním analyzovaném roce. Hodnota upravených operativních aktiv je upravena o aktivované náklady na výzkum a vývoj.

Tab. č. 4.8 Aktivace nákladů na výzkum a vývoj (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Náklady na výzkum a vývoj	0	0	0	0	38 354
Odpisy	0	0	0	0	4 218,94
Odpisy - kumulovaně	0	0	0	0	4 218,94
Náklady – kumulovaně	0	0	0	0	38 354
Aktivované náklady	0	0	0	0	34 135

Zdroj: vlastní výpočty

Rezervy

Společnost XY s.r.o. vytváří rezervy na záruční opravy. Tyto rezervy nemají charakter skutečných závazků, proto je nutné je vyřadit z cizího kapitálu a přesunout do vlastního kapitálu, tedy zahrnout je do ekvivalentů vlastního kapitálu.

Goodwill

Společnost XY s.r.o. nevykazuje žádné položky Goodwill.

Tiché rezervy

Společnost nevytváří tiché rezervy.

Vlastní akcie

Společnost XY s.r.o. nemá vlastní akcie.

Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv

Společnost XY s.r.o. oceňuje zásoby váženým aritmetickým průměrem. Tato metoda zohledňuje tržní hodnotu, proto není potřeba dělat úpravy z hlediska oceňování. Společnost netvoří opravné položky k zásobám, neboť riziko přechodného nebo trvalého snížení hodnoty zásob nese mateřská společnost.

Podnik nevytváří opravné položky týkající se pohledávek, proto nevznikají ani tiché rezervy nebo nedochází k nadhodnocování výše pohledávek.

Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku

Společnost XY s.r.o. oceňuje dlouhodobý majetek historickými cenami. Toto ocenění sebou však nese určité problémy. Nebere se v úvahu růst cen a pomíjí se vliv technického pokroku. Vzhledem k tomu, že informace o struktuře majetku podle stáří nebyly k dispozici, není možné provést přecenění.

V následující Tabulce č. 4.9 jsou shrnuty veškeré dopady úprav do aktiv a vyčíslena konečná hodnota NOA v jednotlivých letech.

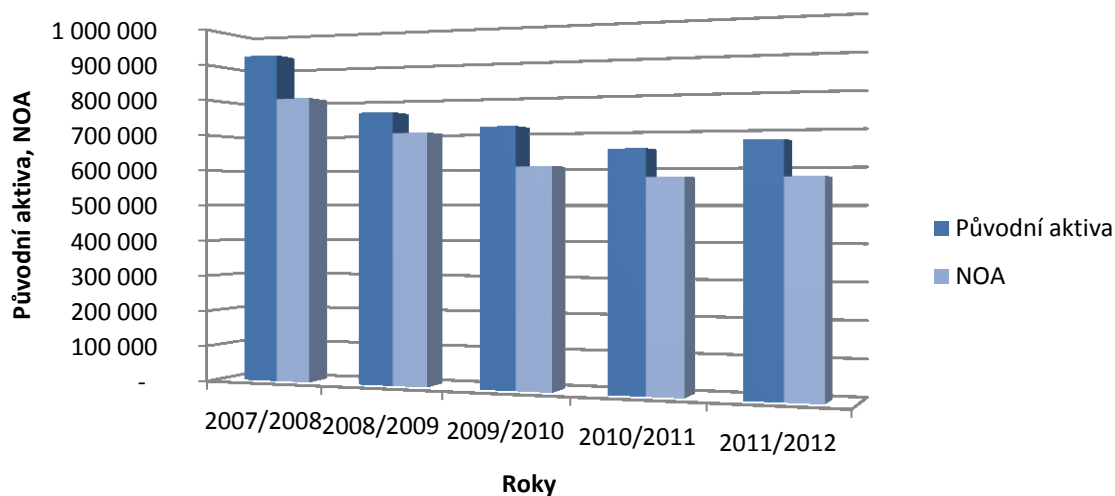
Tab. č. 4.9 Dopady úprav do aktiv (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Původní aktiva	927 642	757 959	713 450	649 205	668 337
(-) nedokončený DHM	17 052	707	4	405	127
(-) neúročený cizí kapitál	167 900	95 897	133 705	90 729	138 331
(+) Aktivovaný operativní leasing	60 525	38 904	25 193	16 290	9 444
(+) Aktivované náklady na výzkum a vývoj	0	0	0	0	34 135
NOA	803 215	700 259	604 934	574 361	573 458

Zdroj: vlastní výpočty

Z následujícího Grafu č. 4.2 lze zřetelně vidět rozdíl mezi původní výši aktiv a upravenými operačními aktivy. Hodnota NOA je ve všech analyzovaných letech nižší, než původní aktiva. Nevětší rozdíl je v hospodářském roce 2007/2008 a to zejména díky vysoké hodnotě neúročeného cizího kapitálu a operativního leasingu.

Graf č. 4.2 Původní aktiva a NOA



Zdroj: vlastní výpočty

Úpravy, které byly provedeny za účelem získání hodnoty operačních aktiv, mají dopady nejen do aktiv rozvahy, ale také do pasiv. V následující Tabulce č. 4.10 jsou tyto úpravy zachyceny.

Tab. č. 4.10 Dopady úprav do pasiv (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Celková pasiva neupravená	927 642	757 959	713 450	649 205	668 337
Vlastní kapitál	302 377	288 335	320 283	337 640	223 882
(-) nedokončené investice	17 052	707	4	405	127
(+) aktivace nákladů na výzkum a vývoj	-	-	-	-	34 135
(+) rezervy	548	390	-	378	1 001
VK upravený	285 873	288 018	320 279	337 613	258 891
cizí zdroje	625 265	469 624	393 167	311 565	444 455
(-) rezervy	548	390	-	378	1 001
(+) závazky z leasingu	60 525	38 904	25 193	16 290	9 444
(-) krátkodobé neúročené závazky	167 900	95 897	133 705	90 729	138 331
Cizí zdroje upravené	517 342	412 241	284 655	236 748	314 567
Upravená pasiva	803 215	700 259	604 934	574 361	573 458

Zdroj: vlastní výpočty

4.3.2 Vyčíslení operačního výsledku hospodaření - NOPAT

Dalším krokem výpočtu ukazatele EVA je určit velikost operačního výsledku hospodaření NOPAT. V případě společnosti XY s.r.o. se vychází z výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním a tento je dále upravován.

Nákladové úroky

K výsledku hospodaření jsou přičteny nákladové úroky. Jejich velikost v jednotlivých letech je zachycena v Tabulce č. 4.11 níže.

Tab. č. 4.11 Nákladové úroky (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Nákladové úroky	17 972	17 350	13 226	15 834	10 425

Zdroj: výroční zprávy společnosti XY s.r.o.

Implicitní úroky

Dále musí být k výsledku hospodaření připočteny také implicitní úroky související s operativním leasingem. K jejich určení je třeba znát odhadnutou úrokovou míru operativního leasingu, která je vypočtena v tabulce č. 4.3. Velikost implicitních úroků je pak uvedena v Tabulce č. 4.12.

Tab. č. 4.12 Implicitní úroky

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Implicitní úroky	3 389	3 688	1 484	1 499	323

Zdroj: vlastní výpočty

Mimořádné položky

Z výsledku hospodaření je třeba vyloučit mimořádné položky, jejichž výše se nebude opakovat. Zejména se jedná o prodej dlouhodobého majetku. Společnost XY s.r.o. nevykazuje žádné další mimořádné výnosy ani náklady. Tyto úpravy jsou uvedeny v následující Tabulce č. 4.13.

Tab. č. 4.13 Mimořádné položky (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	21 367	14 807	23 737	11 312	33 394
Zůstatková cena	19 565	12 425	18 801	9 426	28 643
Zisk	1 802	2 382	4 936	1 886	4 751

Zdroj: vlastní výpočty

Do mimořádných položek je nutné zahrnout také rozpouštění nevyužitých rezerv. Ve společnosti XY s.r.o. došlo k rozpouštění rezerv v hospodářském roce 2008/2009 a 2009/2010. Změna stavu rezerv analyzované společnosti je uvedena v Tabulce č. 4.14. Tyto rozpouštěné rezervy je třeba z výsledků hospodaření vyloučit.

Tab. č. 4.14 Změna stavu rezerv

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Změna stavu rezerv	-548	158	390	-378	-623

Zdroj: vlastní výpočty

Vliv změn vlastního kapitálu

Do NOPAT je potřeba započítat také změny vlastního kapitálu, které se vyskytly při výpočtu NOA. Jedná se zejména o vliv aktivace nákladů na výzkum a vývoj. Tyto náklady je potřeba vyloučit a nahradit je odhadem odpisů aktivovaných nákladů. Tyto úpravy jsou uvedeny v Tabulce č. 4.15.

Tab. č. 4.15 Vliv změn vlastního kapitálu (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Odpisy nákladů na výzkum a vývoj	0	0	0	0	34135

Zdroj: vlastní výpočty

Stejný postup je zvolen také u aktivace operativního leasingu. Při úpravě NOPAT je vyloučen původní náklad operativního leasingu a je nahrazen odhadem odpisů aktivovaného leasingu. Při analýze podniku je předpokládáno, že účetní odpisy jsou rovny odpisům daňovým. V Tabulce č. 4.16 jsou uvedeny odpisy v jednotlivých letech a následně hodnota kumulovaných odpisů, kterou je nutné z NOPAT odečíst.

Tab. č. 4.16 Odpisy operativního leasingu (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Roční náklady	21 946	18 989	9 613	8 845	9 767
Odpisy					
07/08	2 414	4 883	4 883	4 883	4 883
08/09		2 089	4 225	4 225	4 225
09/10			1 057	2 139	2 139
10/11				973	1 968
11/12					1 074
Odpisy - celkem	2 414	6 972	10 165	12 220	14 289
Odpisy - kumulovaně	2 414	9 386	19 551	31 771	46 060

Zdroj: vlastní výpočty

Dále je nutné zahrnout do vlastního kapitálu také rezervy. Společnost vytváří nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků a ty je, dle Mařík a Maříková (2005), nutné vyjmout z cizího kapitálu a zahrnout do kapitálu vlastního. Velikost těchto rezerv v jednotlivých letech je uvedena v tabulce níže.

Tab. č. 4.17 Nákladové rezervy

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Nákladové rezervy	548	390	0	378	1001

Zdroj: výroční zprávy společnosti

Dále je třeba zohlednit úpravu, při které byly z NOA vyčleněny nedokončené investice, tedy nedokončený dlouhodobý majetek, a to vyčleněním nákladů na tyto nedokončené investice z výsledku hospodaření společnosti. Hodnoty těchto vyčleněných nákladů jsou uvedeny v Tabulce č. 4.18

Tab. č. 4.18 Náklady na nedokončené investice

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Náklady na nedokončené investice	17 052	707	4	405	127

Zdroj: výroční zprávy

Úprava daní

Důležitou úpravou při výpočtu operačního výsledku hospodaření je zjištění tzv. upravené daně. Upravená daňová sazba byla vypočtena jako podíl splatné daně a výsledku hospodaření. Vzhledem k tomu, že společnost XY s.r.o. pracuje s tzv. odloženou daní, je i tato

zahrnuta do výpočtu upravené daně. Díky tomuto však vzniká určitý problém a to v hospodářském roce 2008/2009, kdy je hospodářský výsledek společnosti záporný, avšak i přesto je daň zaplacená. Tato skutečnost se následně projeví ve výpočtu upravené daně a to tak, že upravená daňová sazba pro výpočet NOPAT je záporná. Tato situace není zas až tak neobvyklá, jak uvádí např. Šoba, Širůček a Ptáček (2013), záporná reálná úroková sazba není především u běžných, spořicích a termínovaných účtů žádnou vzácností. Na základě tohoto tvrzení lze tedy i zápornou daňovou sazbu považovat za možnou. Vypočtená upravená daňová sazba je uvedena v Tabulce č. 4.19 níže.

Tab. č. 4.19 Upravená daňová sazba (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
VH za běžnou činnost před zdaněním	83 300	- 12 632	39 397	24 094	13 015
Daň z příjmů za běžnou činnost	13 630	1 411	7 449	6 736	1 773
Daňová sazba pro výpočet NOPAT	16,36	-11,17	18,91	27,96	13,62

Zdroj: vlastní výpočty

Veškeré výše popsané dopady do NOPAT jsou přehledně shrnuty v Tabulce č. 4.20. V tabulce je uvedena také upravená daňová sazba pro výpočet NOPAT, výše daně a konečná hodnota NOPAT v jednotlivých letech.

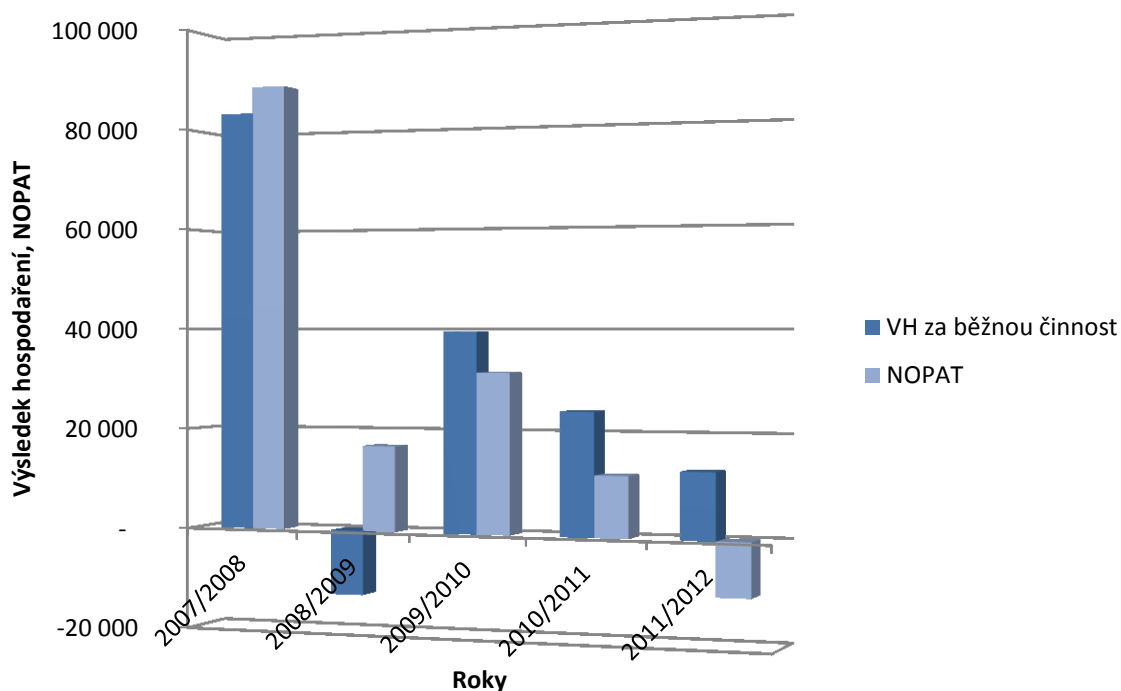
Tab. 4.20 Dopady úprav do NOPAT (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
VH za běžnou činnost	83 300	-12 632	39 397	24 094	13 015
(+) nákladové úroky	17 972	17 350	13 226	15 834	10 425
(+) implicitní úroky	3 389	3 688	1 484	1 499	323
(+) náklady na výzkum a vývoj	-	-	-	-	38 354
(-) odpisy nákladů na výzkum a vývoj	-	-	-	-	34 135
(+) náklad na operativní leasing	21 946	18 989	9 613	8 845	9 767
(-) odpisy operativního leasingu	2 414	9 386	19 551	31 771	46 060
(+) nákladové rezervy	548	390	-	378	1 001
(-) rozpuštěné nevyužité rezervy	-	158	390	-	-
(-) náklady na nedokončené investice	17 052	707	4	405	127
(-) zisk z prodeje DM	1 802	2 382	4 936	1 886	4 751
Nezdaněný NOPAT	105 887	15 152	38 839	16 588	-12 189
Daňová sazba pro výpočet NOPAT	16,36	-11,17	18,91	27,96	13,62
Výše daně NOPAT	17 326	-1 693	7 343	4 637	-1 660
NOPAT	88 561,45	16 844,80	31 495,14	11 950,13	-10528,15

Zdroj: vlastní výpočty

V Grafu č. 4.3 je znázorněna původní hodnota výsledku hospodaření v jednotlivých letech a upravený NOPAT. Je zřejmé, že původní výsledek hospodaření je nižší, než upravený NOPAT, a to v hospodářském roce 2007/2008 a 2008/2009. Největší rozdíl mezi původním výsledkem hospodaření a upraveným NOPAT je v hospodářském roce 2008/2009, kdy původní výsledek hospodaření je záporný avšak upravený NOPAT je kladný. To je způsobeno zejména aktivací operativního leasingu. V hospodářském roce 2011/2012 je naopak výsledek hospodaření společnosti kladný a upravený NOPAT je záporný. Důvodem je zejména aktivace nákladů na výzkum a vývoj a také aktivace operativního leasingu.

Graf č. 4.3 Původní VH za běžnou činnost a upravený NOPAT



Zdroj: vlastní výpočty

4.3.3 Vyčíslení nákladů kapitálu

Posledním krokem před samotným výpočtem ukazatele EVA je určit náklady kapitálu a následně průměrné vážené náklady kapitálu.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál společnosti XY s.r.o. zahrnují bankovní úvěry, ale také úvěry poskytnuté mateřskou společností. Pro výpočet nákladů na cizí kapitál je uvažováno s průměrnou hodnotou tohoto cizího úročeného kapitálu. Současně musí být v těchto nákladech také zahrnuty náklady na operativní leasing. Tyto náklady jsou vypočteny na základě odhadnuté úrokové míry operativního leasingu, jejíž výpočet je uveden v tabulce 4.3. Výpočet nákladů na operativní leasing je uveden v Tabulce č. 4.21.

Tab. č. 4.21 Náklady na operativní leasing

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Odhadnutá úroková míra	5,60%	9,48%	5,89%	9,20%	3,42%
(1-t)	0,7900	0,8000	0,8100	0,8100	0,8100
Náklady na operativní leasing	4,42%	7,58%	4,77%	7,45%	2,77%

Zdroj: vlastní výpočty

Celková hodnota nákladů na cizí kapitál je pak určena jako vážený průměr nákladů na cizí úročený kapitál a nákladů na operativní leasing, přičemž nákladům na cizí kapitál byla přiřazena váha sedmdesát procent a zbývajících třicet procent bylo přiřazeno nákladům na operativní leasing. Všechny tyto úpravy jsou uvedeny v Tabulce č. 4.22.

Tab. č. 4.22 Náklady na cizí kapitál

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Bankovní úvěry a výpomoci (průměr)	227 822	194 264	170 417	76 512	-
Závazky - ovládající a ovládaná osoba (průměr)	191 215	220 813	145 983	163 448	163 848
Průměrný stav cizího úročeného kapitálu	419 036	415 077	316 400	239 960	163 848
Nákladové úroky	17 972	17 350	13 226	15 834	10 425
úroková míra z dluhu (i)	0,0429	0,0418	0,0418	0,0660	0,0636
sazba daně	0,2100	0,2000	0,1900	0,190	0,1900
Náklady na cizí kapitál (R_D)	3,39%	3,34%	3,39%	5,34%	5,15%
Náklady na operativní leasing	4,42%	7,58%	4,77%	7,45%	2,77%
Náklady na cizí kapitál celkem	3,70%	4,62%	3,80%	5,98%	4,44%

Zdroj: vlastní výpočty

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou vypočteny na základě tržních dat a k jejich výpočtu byl využit model CAPM. K výpočtu nákladů na vlastní kapitál je potřeba znát bezrizikovou výnosovou míru, která byla stanovena jako výnosnost desetiletých státních dluhopisů na roční bázi⁴, dále je potřeba znát tržní rizikovou prémii a beta koeficient. Tyto údaje byly převzaty z internetových stránek⁵, přičemž beta koeficient je stanoven pro nezadluženou firmu a je tedy potřeba jej přepočítat dle vzorce (3.7). Náklady na vlastní kapitál jsou vypočteny dle vzorce (3.6) a uvedeny v následující Tabulce č. 4.23.

⁴Zdroj: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

⁵Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tab. č. 4.23 Náklady na vlastní kapitál

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Rf (%)	4,30%	3,98%	3,89%	3,70%	2,12%
E(Rm) – Rf (%)	5,84%	7,10%	5,85%	6,28%	7,28%
D/E	81,05%	139,92%	83,60%	65,09%	36,49%
1-t	0,7900	0,8000	0,8100	0,8100	0,8100
β^U	1,17	0,93	0,94	0,98	0,89
β^L	1,9191	1,9710	1,5766	1,4967	1,1530
Náklady na vlastní kapitál (R_e)	15,51%	17,97%	13,11%	13,10%	10,51%

Zdroj: damodaran online, cnb.cz, vlastní výpočty

Průměrné vážené náklady kapitálu

Při výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu je dle Mařík a Maříková (2005) doporučeno používat tržní hodnoty. Z tohoto požadavku však plyne tzv. „cirkulační problém“, kdy je potřeba pro samotný výpočet nákladů znát tržní hodnotu vlastního kapitálu, která je ovšem výsledkem oceňovacího procesu. Průměrné vážené náklady kapitálu jsou vypočteny pomocí vzorce (3.13) a iterativních propočtů, kdy dochází k postupnému sladění výchozí a propočetné kapitálové struktury. Hodnota vlastního kapitálu je výsledkem oceňovacího procesu pomocí EVA – entity a to jako perpetuita v jednotlivých letech. K výpočtu byl použit vzorec (3.14). Jednotlivé položky a výsledná hodnota průměrných vážených nákladů kapitálu v jednotlivých letech jsou uvedeny v Tabulce č. 4.24.

Tab. 4.24 Průměrné vážené náklady kapitálu

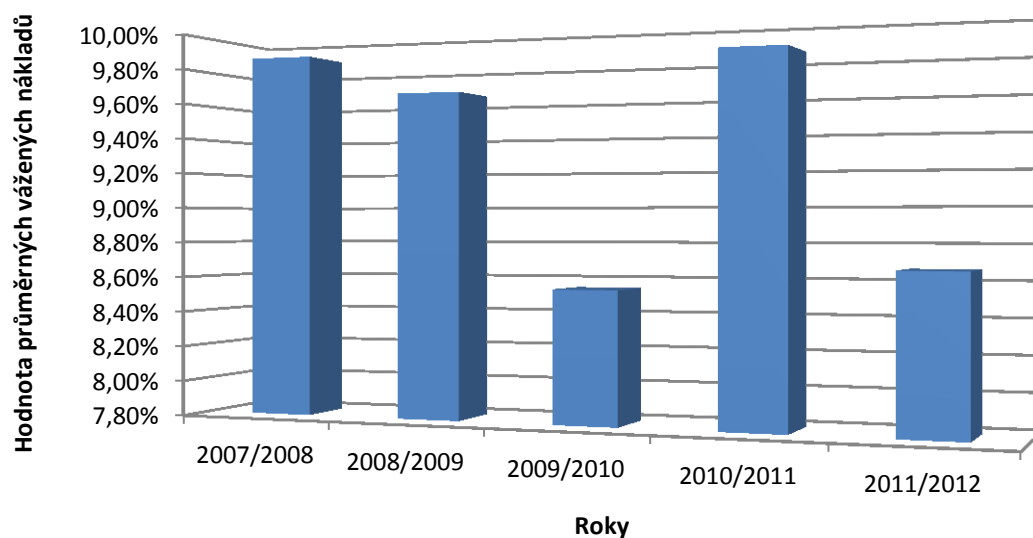
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Náklady na vlastní kapitál (R _e)	15,51%	17,97%	13,11%	13,10%	10,51%
Náklady na cizí kapitál (R _D)	3,70%	4,62%	3,80%	5,98%	4,44%
Cizí kapitál	419 036	415 077	316 400	239 960	163 848
Vlastní kapitál	517 029	296 644	378 449	368 654	449 075
Kapitál celkem	936 065	711 721	694 849	608 614	612 923
Daňová sazba	0,2100	0,2000	0,1900	0,190	0,1900
WACC	9,87%	9,65%	8,54%	9,84%	8,66%

Zdroj: vlastní výpočty

Z Grafu č. 4.4 vyplývá, že během sledovaného období jsou průměrné vážené náklady kapitálu nejnižší v hospodářském roce 2008/2009 a 2009/2010 a to zejména díky nízké hodnotě cizího úročeného kapitálu. V následujícím roce došlo k mírnému nárůstu nákladů a to jak

nákladů na vlastní kapitál, tak také nákladů na kapitál cizí. V posledním analyzovaném roce náklady mírně klesly a to mimo jiné také z důvodu nižší hodnoty cizího úročeného kapitálu.

Graf č. 4.4. Vývoj WACC

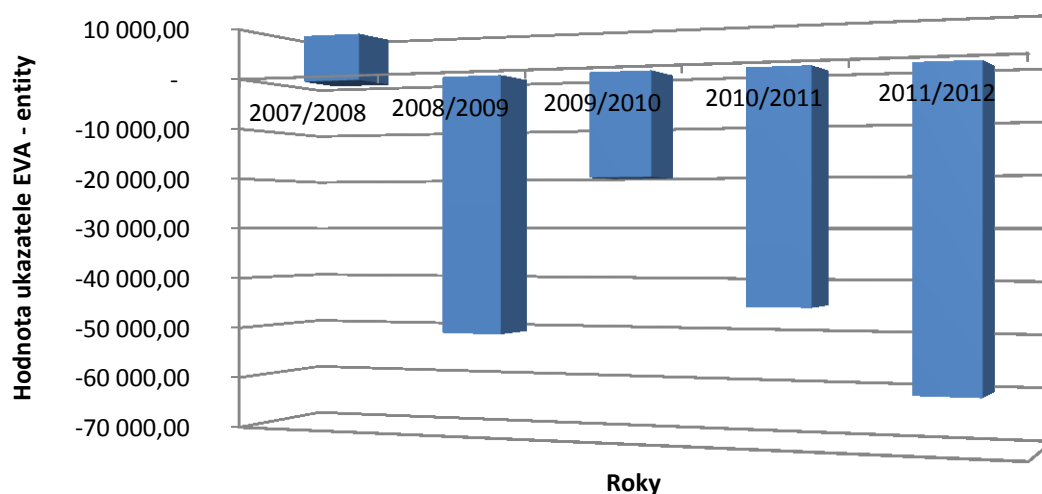


Zdroj: vlastní výpočty

4.3.4 Zhodnocení finanční výkonnosti dle ukazatele EVA - entity

Na základě výše uvedených úprav byl vypočten ukazatel ekonomické přidané hodnoty (EVA – entity) dle vzorce (3.1). Hodnoty ukazatele EVA – entity společnosti XY s.r.o. v jednotlivých analyzovaných letech jsou zachyceny v Grafu č. 4.5.

Graf č. 4.5 Ukazatel EVA – entity



Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedeného grafu vyplývá, že společnost XY s.r.o. tvoří určitou ekonomickou přidanou hodnotu pouze v hospodářském roce 2007/2008. V ostatních letech je ukazatel ekonomické přidané hodnoty záporný a podnik tak nevytváří žádnou hodnotu.

V prvním analyzovaném roce, tedy v hospodářském roce 2007/2008, vykazuje podnik nejvyšší hodnotu ukazatele EVA - entity. Tato skutečnost je způsobena zejména vysokou poptávkou po výrobcích společnosti. Na základě údajů Ministerstva průmyslu a obchodu došlo v tomto odvětví k růstu tržeb a odvětví vykazuje rostoucí trend.⁶ Proto se předpokládá, že také tržby analyzované společnosti jsou vysoké a poptávka po výrobcích je vyšší. V tomto roce společnost uvedla na trh nový produkt, který významně ovlivnil hodnotu tržeb podniku. Podnik v tomto roce prodal větší část svého dlouhodobého majetku a materiálu a i tento fakt měl vliv na výslednou přidanou hodnotu.

V následujícím roce došlo k výraznému poklesu ukazatele EVA – entity a to na hodnotu -50 697,40 tis. Kč. Tento pokles je zejména ovlivněn záporným výsledkem hospodaření. V tomto roce došlo v odvětví, dle údajů Ministerstva průmyslu a obchodu, k poklesu tržeb, a tím také k poklesu tržeb analyzované společnosti. Zároveň byli přijati noví zaměstnanci a to z důvodu implementace nových výrobků. V tomto roce vykazuje společnost nejvyšší náklady na vlastní kapitál, ačkoli je hodnota vlastního kapitálu nejnižší ze všech analyzovaných let. Dalším faktem, který měl vliv na tuto zápornou hodnotu ukazatele je, že společnost využívala více služeb operativního leasingu a došlo tak ke zvýšení nákladů.

⁶ http://www.businessinfo.cz/files/archiv/dokumenty/panorama_electrical_2010.pdf

V hospodářském roce 2009/2010 se hodnota ukazatele mírně zvýšila, ale stále je záporná a podnik tak stále nevytváří přidanou hodnotu. V tomto roce se poptávka po výrobcích opět mírně snížila, proto společnost propustila část svých zaměstnanců, aby tak snížila náklady. Mimořádné výnosy z prodeje dlouhodobého majetku byly v tomto roce vyšší, než v roce minulém, což má také pozitivní vliv na zvýšení ukazatele EVA – entity.

Hospodářský rok 2010/2011 je opět ve znamení snižující se hodnoty ukazatele EVA – entity, podnik stále nevytváří přidanou hodnotu a ukazatel EVA – entity se výrazně snižuje. Společnost v tomto roce mírně snížila cenu svých výrobků, ale ani toto opatření nevedlo ke zvýšení poptávky po jejích výrobcích a službách. Na základě této snižující se poptávky po výrobcích a službách společnosti byl podniku poskytnut úvěr od mateřské společnosti. Zároveň společnost poskytla vyšší zálohy svým dodavatelům.

V posledním analyzovaném roce došlo k velkému propadu ukazatele EVA – entity a jeho hodnota je v tomto roce nejnižší ze všech analyzovaných let. Tato situace je důsledkem pokračujícího trendu snižující se poptávky po výrobcích společnosti. Ačkoli se společnost zaměřila také na menší odběratele, ani tento fakt nepomohl zvýšit tržby z prodeje. Zároveň bylo v tomto roce uvedeno do provozu oddělení výzkumu a vývoje a společnost v tomto roce na tyto účely vynaložila náklady ve výši 38 354 tis. Kč.

Obecně je žádoucí, aby byl ukazatel EVA – entity rostoucí, ale ani tato rostoucí hodnota ukazatele není zárukou efektivního hospodaření společnosti, neboť tomu může být na úkor jiných skutečností. Podnik může vykazovat kladné a vysoké hodnoty ukazatele, avšak může docházet ke zvyšování průměrných vážených nákladů kapitálu, což není pro společnost žádoucí. Podobně je tomu také s hmotným majetkem společnosti, který nemusí být dostatečně obnovován. Analyzovaná společnost sice vykazuje nízké hodnoty ukazatele EVA – entity, avšak v průběhu sledovaných let došlo k částečné obnově dlouhodobého majetku a hodnota průměrných vážených nákladů se nezvyšuje. Na základě tohoto lze tedy tvrdit, že ačkoli společnost nevytváří pro své vlastníky ekonomickou přidanou hodnotu, je její hospodaření efektivní.

Doporučení ke zvýšení ukazatele EVA – entity

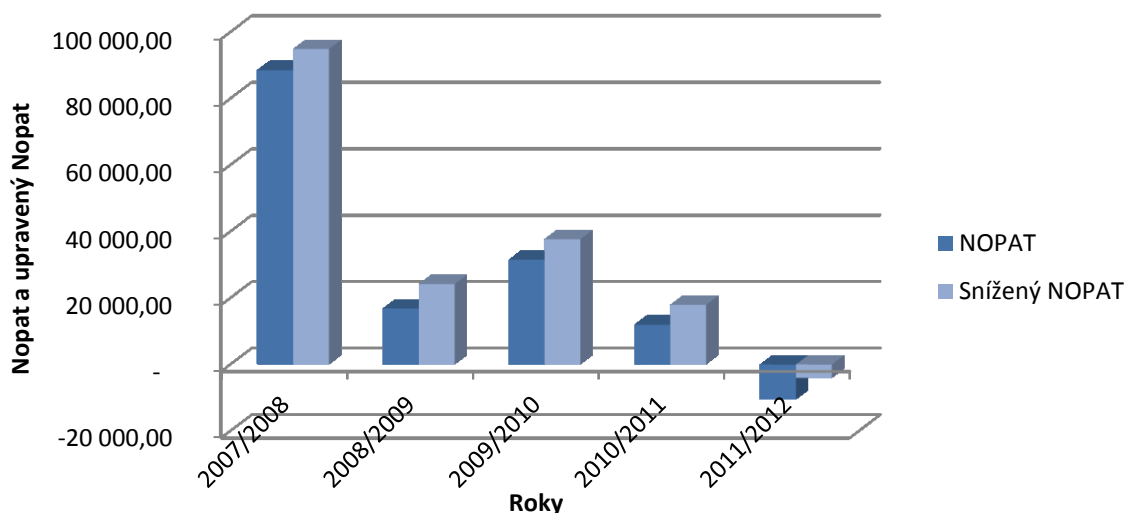
Poradenská firma Stern Stewart & Co⁷ doporučuje čtyři základní cesty, jak ukazatel EVA zvýšit. Jedná se především o investování do oblastí, kde návratnost převyšuje průměrné vážené náklady. Další možností je zvýšení efektivity využití stávajícího kapitálu, např.

⁷ Zdroj: <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/eva-economic-value-added-moderni-ukazatel-rentability>

optimalizací zásob nebo využitím leasingu. Třetím doporučením je restrukturalizace dostupného kapitálu, tzn., přemístění kapitálu z investic, které vykazují nižší návratnost než průměrné vážené náklady, zpět k vlastníkům nebo jej investovat do ziskovějších projektů. Poslední způsob, jak je možné zvýšit hodnotu ukazatele EVA je snížit tzv. finanční páku. Toho lze dosáhnout několika způsoby, přičemž je třeba brát v úvahu fakt, že cizí kapitál je výhodnější, neboť je možné odečíst si zaplacené úroky od základu daně z příjmu právnických osob.

V případě analyzované společnosti může být jedním z doporučení ke zvýšení ukazatele EVA – entity například zlepšení operativní výkonnosti, tedy zvýšení zisku bez použití dodatečného kapitálu. K tomuto může dojít například využitím externích firem při zpracování personální agendy a také efektivnějším využitím režijních zaměstnanců. Tím dojde ke snížení osobních nákladů, které tvoří v podniku podstatnou část nákladů. Při vyčíslení tohoto dopadu se vychází z celkových osobních nákladů a počtu zaměstnanců v daném roce. Předpokládá se snížení osobních nákladů v jednotlivých letech o devět procent. Zároveň je ale nutné počítat s náklady na externí zpracování personální agendy a proto jsou osobní náklady sníženy jen o sedm procent. V následujícím grafu je uveden původní NOPAT a NOPAT upravený o snížené osobní náklady.

Graf č. 4.6 Původní NOPAT a upravený NOPAT

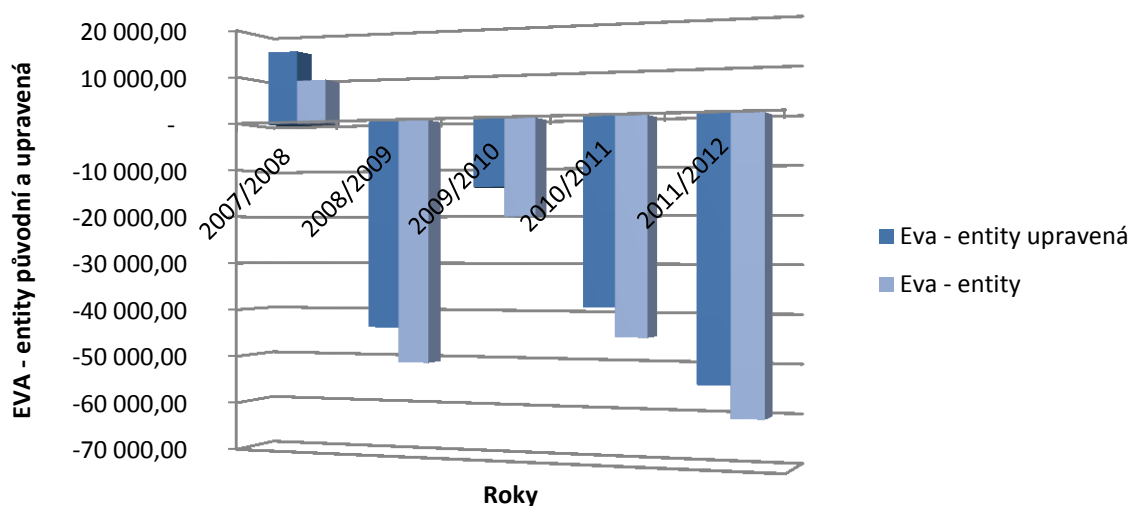


Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedeného grafu vyplývá, že díky snížení osobních nákladů o sedm procent je výsledný NOPAT vyšší, než původní.

V následujícím grafu je uvedena hodnota původního ukazatele EVA – entity a EVA – entity zahrnující doporučené opatření.

Graf č. 4.7 Původní ukazatel EVA – entity a upravený ukazatel EVA – entity



Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedeného grafu lze vidět, že po snížení osobních nákladů o sedm procent je hodnota ukazatele EVA – entity vyšší, než původní hodnota. Kladné hodnoty je opět dosahováno pouze v prvním hospodářském roce 2007/2008. V následujících letech je ekonomická přidaná hodnota stále záporná, avšak ne v takové výši, jako původní NOPAT bez tohoto opatření.

Aby podnik dosahoval kladných hodnot ukazatele EVA – entity, bylo by nutné zavést další opatření. Jedním z nich může být pořízení strojů a automobilů na finanční leasing místo operativního leasingu nebo také investovat do ziskovějších projektů.

4.4 Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele CFROI

V následující kapitole je vypočten ukazatel CFROI a na základě jeho výsledků je následně zhodnocena finanční výkonnost. Aby bylo možné vypočítat ukazatel CFROI, je nutné provést úpravy a výpočty jednotlivých komponent, které jsou popsány v kapitole 3.2.

Životnost

Životnost je, jak je již zmíněno v kapitole 3.2, předpokládaná doba využitelnosti odepisovaných dlouhodobých aktiv. Společnost XY s.r.o. hospodáří pouze s dlouhodobým hmotným majetkem, nehmotný majetek se ve společnosti nevyskytuje. Od tohoto dlouhodobého hmotného majetku je potřeba, dle Mařík a Maříková (2005), odečíst hodnotu pozemků a nedokončeného dlouhodobého majetku. Životnost je pak vypočtena jako poměr odepisovaných aktiv a ročních odpisů. Doba využití dlouhodobého majetku v jednotlivých letech je uvedena v Tabulce č. 4.19.

Tab. 4.19 Doba využití (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
DHM (brutto)	575 756	574 545	569 686	571 270	559 533
(-) pozemky	18 174	18 174	16 646	16 646	14 426
(-) nedokončený DHM	17 052	707	4	405	127
Odepisovaná aktiva	540 530	555 664	553 036	554 219	544 980
Odpisy	50 613	49 695	43 681	41 763	33 474
Životnost	11	11	13	13	16

Zdroj: vlastní výpočty

Brutto investiční báze

Brutto investiční báze je označována jako počáteční investiční výdaj a skládá se z odepisovaných aktiv a z neodepisovaného majetku.

Odepisovaná aktiva společnosti XY s.r.o. zahrnují hmotná dlouhodobá aktiva, která jsou odepisována. Tato aktiva by měla být, dle Mařík a Maříková (2005) přepočtena pomocí deflátoru HDP, protože ukazatel je v podstatě postaven na reálných cenách. Vzhledem k tomu, že nejsou dostupné informace o struktuře majetku, je tento krok vynechán a je počítáno s hodnotou odepisovaných aktiv uvedenou ve výkazech společnosti. K odepisovanému majetku je následně připočten nedokončený dlouhodobý hmotný majetek a hodnota operativního leasingu. Konečná hodnota odepisovaných aktiv je uvedena v Tabulce č. 4.20.

Tab. č. 4.20 Odepisovaná aktiva (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Odepisovaná aktiva	540 530	555 664	553 036	554 219	544 980
(+) Nedokončený DHM	17 052	707	4	405	127
(+) Operativní leasing	60525	38904	25193	16290	9444
Odepisovaná aktiva celkem	618 107	595 275	578 233	570 914	554 551

Zdroj: vlastní výpočty

Druhá část brutto investiční báze společnosti XY s.r.o. zahrnuje tzv. monetární aktiva, která tvoří krátkodobý finanční majetek, pohledávky a časové rozlišení aktivní. Od těchto aktiv jsou dále odečteny neúročené závazky, v případě společnosti XY s.r.o. se jedná o závazky z obchodních vztahů, závazky ze sociálního a zdravotního pojištění, závazky vůči zaměstnancům a daňové závazky. K takto získané hodnotě čistých monetárních aktiv je připočtena hodnota zásob a pozemků, které by měly být upraveny o inflaci. Vzhledem k neznámé struktuře pozemků a majetku dle času, je tento krok opět vynechán a je počítáno s hodnotami pozemků, které jsou uvedeny ve výkazech společnosti a nejsou převedeny na současné ceny. V následující Tabulce č. 4.21 je vyčíslena hodnota neodepisovaného majetku.

Tab. č. 4.21 Neodepisovaná aktiva (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Monetární aktiva celkem	203 103	121 980	134 476	110 647	143 124
Neúročené závazky celkem	144 915	59 985	99 046	62 499	100 838
Čistá monetární aktiva	58 188	61 995	35 430	48 148	42 286
(+) zásoby	239 357	198 804	189 928	189 847	215 702
Čistý pracovní kapitál	297 545	260 799	225 358	237 995	257 988
(+) Pozemky	18 174	18 174	16 646	16 646	14 426
Neodepisovaný majetek	315 719	278 973	242 004	254 641	272 414

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnoty brutto investiční báze v jednotlivých letech jsou zachyceny v Tabulce č. 4.22 níže.

Tab. č. 4.22 Brutto investiční báze (v tis. Kč)

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Odepisovaná aktiva celkem	618 107	595 275	578 233	570 914	554 551
Neodepisovaný majetek	315 719	278 973	242 004	254 641	272 414
Brutto investiční báze	933 826	874 248	820 237	825 555	826 965

Zdroj: vlastní výpočty

Brutto cash flow

Při výpočtu brutto cash flow se, stejně jako u ukazatele EVA, vychází z výsledku hospodaření z běžné činnosti. Ten je pak dále upravován o odpisy, nákladové úroky, operativní leasing a zisk z prodeje dlouhodobého majetku, který je upraven o daň. Jednoduše lze hodnotu brutto cash flow určit tak, že se k upravenému NOPAT přičtou odpisy majetku a také odpisy aktivovaných nákladů na výzkum a vývoj a operativního leasingu. Hodnoty brutto cash flow jsou uvedeny v Tabulce č. 4.23.

Tab. č. 4.23 Brutto cash flow (v tis. Kč)

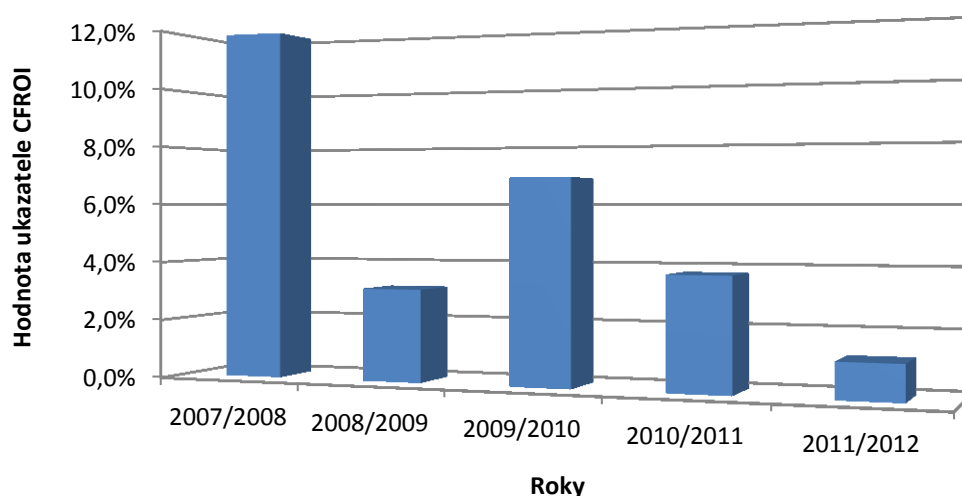
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
NOPAT	88 561	16 845	31 495	11 950	-10 528
Odpisy	50 613	49 695	43 681	41 763	33 474
Odpisy - výzkum a vývoj	-	-	-	-	4 219
odpisy - operativní leasing	2 414	6 972	10 165	12 220	14 289
Brutto cash flow	141 589	73 512	85 342	65 933	41 454

Zdroj: vlastní výpočty

4.4.1 Zhodnocení finanční výkonnosti dle metody CFROI

Na základě výše uvedených úprav je vypočten ukazatel CFROI dle vzorce (3.14). Hodnoty ukazatele výnosnosti investic společnosti XY s.r.o. jsou zobrazeny v následujícím Grafu č. 4.8.

Graf č. 4.8 Ukazatel CFROI



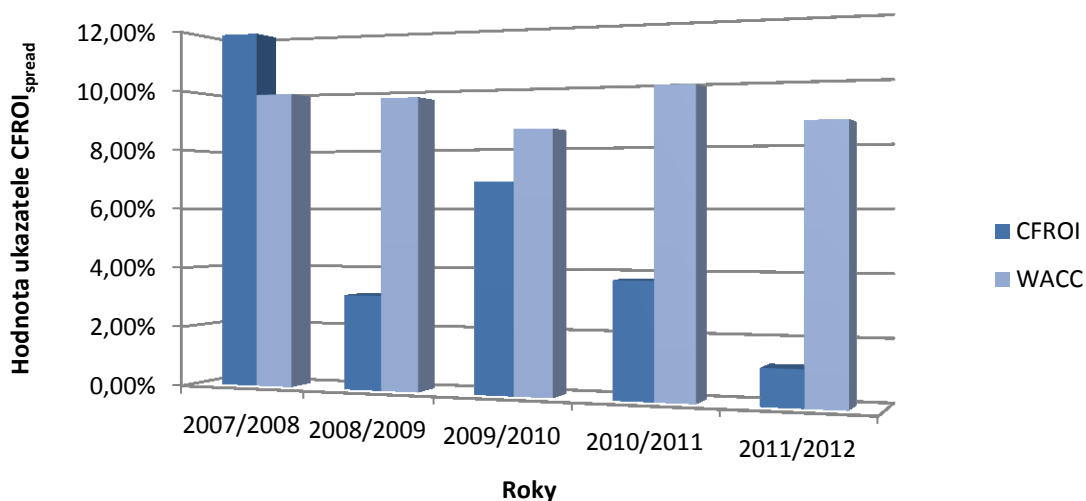
Zdroj: vlastní výpočty

Jak lze vidět z grafu výše, nejvyšší hodnota ukazatele CFROI společnosti XY s.r.o. je v hospodářském roce 2007/2008. V tomto roce má podnik nejvyšší hodnoty jak odepisovaného majetku, tak také neodepisovaného. Společnost vytváří v tomto roce nejvyšší přidanou hodnotu a to zejména díky vysoké poptávce po produktech a službách. V tomto roce došlo k výrobě a následnému prodeji nového produktu, čímž získal podnik výhodu oproti jiným výrobcům a proto jsou výnosy z prodeje vyšší. V následujícím hospodářském roce došlo k výraznému poklesu ukazatele CFROI a to zejména z důvodu záporného výsledku hospodaření. Na snížení CFROI měla také vliv nižší hodnota odepisovaných aktiv, především snížení nedokončeného majetku. Společnost v tomto roce také prodala část dlouhodobého majetku. V hospodářském roce 2009/2010 sice došlo k zvýšení ukazatele, avšak jeho hodnota stále nedosahuje výše hospodářského roku 2007/2008. Společnost v tomto roce opět vykazovala kladný výsledek hospodaření, ale zvýšení ukazatele je důsledkem především investic do dlouhodobého majetku, jehož hodnota se oproti roku minulému zvýšila téměř o třicet procent. V následujícím roce je hodnota ukazatele opět nižší, ale tento pokles není výrazný. V tomto roce došlo ke splacení úvěru poskytnutého mateřskou společností a tato skutečnost měla vliv na hospodářský výsledek. Zároveň podnik splatil část svých závazků z obchodních vztahů, ale také došlo k navýšení pohledávek společnosti a to zejména z důvodu poskytnutých záloh. V posledním analyzovaném roce je ukazatel CFROI nejnižší. Tato skutečnost je zejména ovlivněna nárůstem hodnoty pohledávek, které jsou v tomto roce nejvyšší. V tomto roce společnost zvýšila své zásoby a zároveň bylo do provozu uvedeno středisko výzkumu a vývoje, s čímž jsou spojeny vysoké náklady.

4.4.2 Zhodnocení finanční výkonnosti dle metody CFROIspread

Při hodnocení finanční výkonnosti dle metody CFROI se hodnoty tohoto ukazatele porovnávají s průměrnými váženými náklady na kapitál. V následujícím Grafu č. 4.9 je znázorněn vývoj obou těchto veličin.

Graf č. 4.9 Ukazatel $CFROI_{spread}$



Zdroj: vlastní výpočty

Z grafu č. 4.8 vyplývá, že podnik vykazuje v prvním analyzovaném roce pozitivní spread a jen v tomto roce je tedy vytvářena hodnota. V následujících letech je hodnota spreadu negativní, což znamená, že hodnota ukazatele CFROI je nižší, než jsou průměrné vážené náklady na kapitál. V podniku tedy dochází k ničení hodnoty, v tomto případě, by tedy mělo dojít ke zvýšení ukazatele CFROI a to především pomocí zvýšení zisku a lepším využitím majetku společnosti.

4.5 Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele CVA

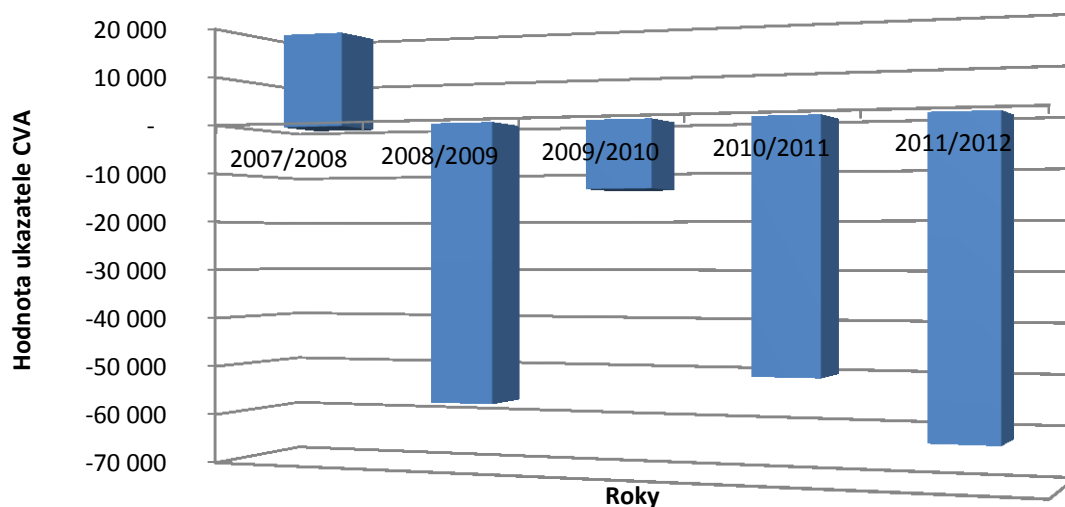
Výpočet ukazatele CVA byl proveden dle vzorce (3.18). V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty jednotlivých komponent, které byly vypočteny výše. Jedná se o ukazatel CFROI, průměrné vážené náklady kapitálu a brutto investiční bázi. Vývoj ukazatele CVA je pak přehledně znázorněn v grafu č. 4.9.

Tab. č. 4.24 Ukazatel CVA

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
CFROI	11,9%	3,1%	6,9%	3,8%	1,2%
WACC	9,91%	10,05%	8,47%	9,84%	8,69%
Brutto investiční báze	933 826	874 248	820 237	825 555	826 965
Cash Value Added	19 061	-60 533	-13 036	-50 152	-62 118

Zdroj: vlastní výpočty

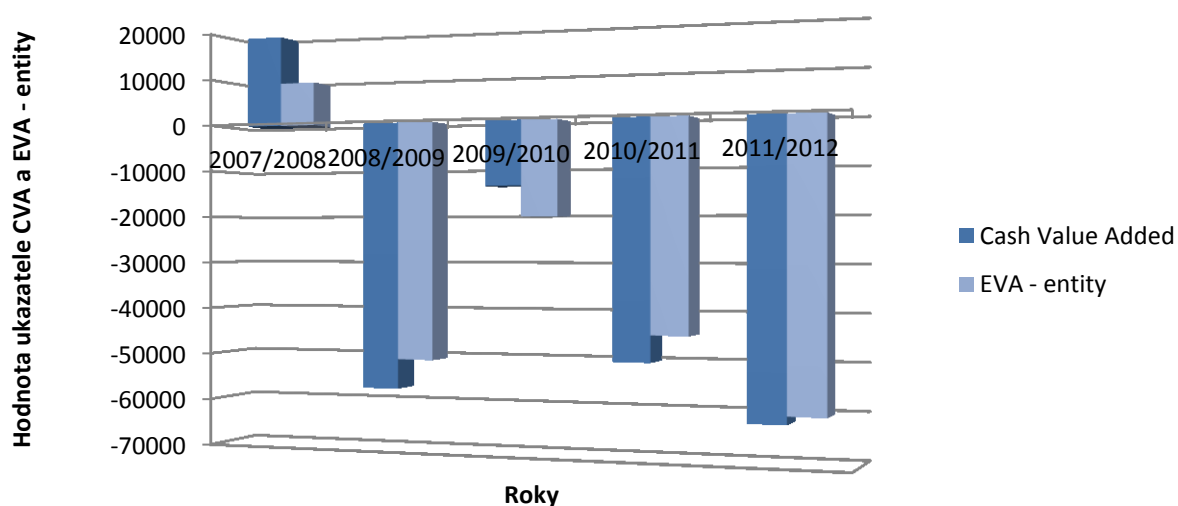
Graf č. 4.10 Vývoj ukazatele CVA



Zdroj: vlastní výpočty

Z grafu č. 4.10 vyplývá, že hodnota ukazatele CVA je kladná pouze v prvním analyzovaném roce. Pouze v tomto roce společnost vytváří peněžní přidanou hodnotu. V ostatních letech je hodnota tohoto ukazatele záporná a dalo by se říci, že kopíruje vývoj ukazatele EVA. Pro lepší srovnání je v následujícím grafu porovnávána ekonomická přidaná hodnota a peněžní přidaná hodnota.

Graf č. 4.11 Porovnání EVA – entity a CVA



Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedeného grafu lze vyčíst, že vývoj ukazatele CVA kopíruje vývoj ukazatele EVA – entity. V hospodářském roce 2007/2008 společnost vytváří jak ekonomickou přidanou hodnotu, tak také peněžní přidanou hodnotu. V dalších analyzovaných letech je ekonomická přidaná hodnota záporná a tím pádem také peněžní přidaná hodnota. Ve všech letech je peněžní přidaná hodnota vyšší, než ekonomická přidaná hodnota. Tato skutečnost je způsobena především vyšší hodnotou brutto investiční báze, která je, na rozdíl od NOA, vyjádřena v brutto hodnotách. Tyto brutto hodnoty by měly být upraveny o inflaci a přepočteny na cenovou hladinu k datu provádění analýzy, avšak k tomuto nebyly dostupné informace o stáří a struktuře majetku, proto je od tohoto abstrahováno.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo zhodnotit finanční výkonnost společnosti XY s.r.o. za posledních pět let pomocí moderních metod hodnocení finanční výkonnosti. Z těchto metod byl pro hodnocení vybrán ukazatel ekonomické přidané hodnoty, ukazatel návratnosti investic a ukazatel peněžní přidané hodnoty.

Teoretická část diplomové práce je rozdělena do dvou kapitol, přičemž v první kapitole jsou vysvětleny základní pojmy týkající se finanční výkonnosti, jejího měření a dále jsou zde uvedeny metody, podle kterých je možné finanční výkonnost podniku hodnotit. Druhá kapitola teoretické části se zaměřuje na moderní metody hodnocení finanční výkonnosti. Podrobněji je v této kapitole rozebrán ukazatel ekonomické přidané hodnoty, jsou zde popsány úpravy, které je nutné provést před samotným výpočtem a následně jsou uvedeny možnosti výpočtu ukazatele. Dále je v této kapitole popsán ukazatel CFROI, jeho komponenty a výpočet.

Praktická část obsahuje úpravy a výpočty jednotlivých ukazatelů a jejich celkové zhodnocení. Finanční výkonnost je hodnocena na základě výpočtu ukazatele EVA – entity, Dále je vypočten také ukazatel CFROI a ukazatel peněžní přidané hodnoty.

Na základě výpočtu ukazatele EVA – entity lze označit finanční výkonnost podniku XY s.r.o. za velmi nízkou. Kladných hodnot dosahuje společnost pouze v hospodářském roce 2007/2008. Tato skutečnost je zejména důsledkem vysoké poptávky po výrobcích a službách společnosti a také díky uvedení nového výrobku na trh. V následujících letech je ukazatel EVA – entity záporný a to zejména díky snižující se poptávce po produktech společnosti. Dalším významným důvodem je přijetí nových zaměstnanců a tím navýšení osobních nákladů. V posledním analyzovaném roce navíc společnost uvedla do provozu středisko výzkumu a vývoje a tím došlo k nárůstu nákladů. Ačkoli trend vývoje ukazatele EVA – entity není rostoucí, došlo v podniku k částečné obnově majetku a také průměrné náklady kapitálu se nezvyšovaly a zůstaly na přibližně stejných hodnotách. Na základě tohoto lze tedy říci, že ačkoli podnik nevytváří pro své vlastníky ekonomickou přidanou hodnotu, je jeho hospodaření efektivní.

Jedním z doporučení, které by mohlo vézt ke zvýšení ukazatele EVA – entity, je snížení osobních nákladů, které mají na celkových nákladech vysoký podíl. Podnik by mohl využít externích firem při zpracování personální a účetní agendy a také efektivněji využít stávajících zaměstnanců, čímž dojde ke zvýšení výsledku hospodaření.

Finanční výkonnost společnosti byla hodnocena také na základě výpočtu ukazatele CFROI. Ukazatel CFROI je vhodné porovnat s průměrnými váženými náklady na kapitál a podle toho lze určit, zda podnik vytvořil v daném období přidanou hodnotu či nikoli. Společnost vykazuje pozitivní spread pouze v prvním analyzovaném roce 2007/2008. V tomto roce je tedy hodnota ukazatele CFROI vyšší, než jsou průměrné vážené náklady kapitálu. V ostatních analyzovaných letech je v podniku negativní spread a to znamená, že žádná hodnota není vytvářena.

V závěru byl proveden výpočet ukazatele CVA. Dle tohoto ukazatele vytváří společnost peněžní přidanou hodnotu pouze v hospodářském roce 2007/2008. V ostatních letech je hodnota tohoto ukazatele záporná.

Z výše uvedeného vyplývá, že finanční výkonnost společnosti je nejvyšší v hospodářském roce 2007/2008. V tomto roce je hodnota všech ukazatelů kladná. V následujících letech je finanční výkonnost podniku nízká a není vytvářena žádná hodnota. Je nutné poznamenat, že při této analýze došlo ke zjednodušení některých skutečností. Při výpočtech bylo předpokládáno, že účetní odpisy jsou rovny odpisům daňovým. Dále nebyly k dispozici informace o stáří a struktuře majetku a proto není tato skutečnost ve výpočtu ukazatele EVA – entity a následně CFROI zahrnuta. Při hodnocení výkonnosti by tedy mělo být k těmto zjednodušeným předpokladům přihlíženo.

Seznam použité literatury

Knihy

- [1] DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [2] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- [3] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [4] NEUMAIEROVÁ, Inka. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. ISBN 80-247-0125-1.
- [5] ŠULÁK, Milan. *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Praha: Eupress, 2004. ISBN 80-86754-33-2
- [6] VIEBIG, J., PODDIG, T. a VARMAZ, A. *Equity valuation*. 3. vyd. West Sussex: John Wiley and Sons Ltd, 2008. 341 s. ISBN 978-0-470-03149-0.

Internetové zdroje

- [7] *Damodaran online* [online]. [cit. 2013-04-09]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [8] *Economic value added*. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/eva-economic-value-added-moderni-ukazatel-rentability>
- [9] *Ministerstvo financí ČR* [online]. [cit. 2013-04-09]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/>
- [10] MPO: CZ-NACE 26. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: www.businessinfo.cz/files/archiv/dokumenty/panorama_electrical_2010.pdf
- [11] *Výnosnost dluhopisů* [online]. [cit. 2013-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=0&p_lang=CS
- [12] *Výroční zprávy* [online]. [cit. 2013-04-09]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-dotaz?dotaz=bang+olufsen>

Seznam zkratek

A	aktiva
APM	Arbitrážní model
BCF	brutto cash flow
BIB	brutto investiční báze
BU	bankovní úvěry
C	celkový investovaný kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CFROI	Cash flow return on investment (návratnost investic)
CVA	Cash value addend (peněžní přidaná hodnota)
CZ	cizí zdroje
ČR	Česká Republika
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DIV	dividenda na akcii
DM	dlouhodobý majetek
EAT	čistý zisk
EBIT	earnings before interest and taxes (zisk před zdaněním a úroky)
EPS	čistý zisk na jednu akcii
EVA	economic value added (ekonomická přidaná hodnota)
MV	tržní hodnota podniku
MVA	market value addend (trní přidaná hodnota)
NOA	operační aktiva
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
NPV	čistá současná hodnota
ROA	rentabilita aktiv
ROC	výnosnost investovaného kapitálu
ROCE	rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
TSR	tržní výnos akciového kapitálu
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č.121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB - TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB - TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB - TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB - TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB - TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB - TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26. dubna 2013

Bc. Barbora Ptáčková

Bc. Barbora Ptáčková

Seznam příloh

Příloha 1 - Rozvaha společnosti XY s.r.o. v letech 2007/2008 – 2011/2012

Příloha 2 - Výkaz zisku a ztrát společnosti XY s.r.o. v letech 2007/2008 – 2011/2012

Příloha 3 – Výkaz Cash flow společnosti XY s.r.o. v letech 2007/2008 – 2011/2012

Příloha 1 - Rozvaha společnosti XY s.r.o. v letech 2007/2008 – 2011/2012

		31.5.2008			31.5.2007
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	1 031 472	103 830	927 642	775 604
B.	Dlouhodobý majetek	576 956	91 774	485 182	367 325
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>575 756</i>	<i>91 774</i>	<i>483 982</i>	<i>367 067</i>
B.II.1.	Pozemky	18 174		18 174	18 426
B.II.2.	Stavby	286 755	19 956	266 799	227 762
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	253 775	71 818	181 957	107 882
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	17 052		17 052	12 997
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>1 200</i>		<i>1 200</i>	<i>258</i>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	1 200		1 200	258
C.	Oběžná aktiva	436 155	12 056	424 099	391 782
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>251 413</i>	<i>12 056</i>	<i>239 357</i>	<i>254 417</i>
C.I.1.	Materiál	227 965	12 056	215 909	206 193
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	2 170		2 170	5 109
C.I.3.	Výrobky	21 278		21 278	43 115
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>158 543</i>		<i>158 543</i>	<i>108 080</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	156 257		156 257	101 693
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	1 208		1 208	5 161
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 078		1 078	1 226
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>26 199</i>		<i>26 199</i>	<i>29 285</i>
C.IV.1.	Peníze	418		418	406
C.IV.2.	Účty v bankách	25 781		25 781	28 879
D. I.	Časové rozlišení	18 361		18 361	16 497
D.I.1.	Náklady příštích období	18 361		18 361	16 439
D.I.3.	Příjmy příštích období				58

		31.5.2008	31.5.2007
	PASIVA CELKEM	927 642	775 604
A.	Vlastní kapitál	302 377	232 708
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>187 800</i>	<i>187 800</i>
A.I.1.	Základní kapitál	187 800	187 800
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>2 379</i>	<i>1 707</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	2 379	1 707
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>42 529</i>	<i>29 761</i>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	42 529	29 761
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)</i>	<i>69 669</i>	<i>13 440</i>
B.	Cizí zdroje	625 265	542 896
<i>B.I.</i>	<i>Rezervy</i>	<i>548</i>	
B.I.4.	Ostatní rezervy	548	
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>6 802</i>	<i>7 245</i>
B.II.10.	Odložený daňový závazek	6 802	7 245
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>417 197</i>	<i>280 726</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	128 408	115 969
B.III.2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	256 099	126 330
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	4 891	3 505
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 724	2 155
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	8 892	1 523
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	16 183	31 244
<i>B.IV.</i>	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	<i>200 718</i>	<i>254 925</i>
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	175 630	226 600
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	25 088	28 325

		31.5.2009			31.5.2008
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	896 769	138 810	757 959	927 642
B.	Dlouhodobý majetek	575 985	138 810	437 175	485 182
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	574 545	137 370	437 175	483 982
B.II.1.	Pozemky	18 174		18 174	18 174
B.II.2.	Stavby	304 013	31 668	272 345	266 799
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	251 651	105 702	145 949	181 957
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	707		707	17 052
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	1 440	1 440		1 200
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	1 440	1 440		1 200
C.	Oběžná aktiva	308 817		308 817	424 099
C.I.	Zásoby	198 804		198 804	239 357
C.I.1.	Materiál	181 215		181 215	215 909
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	728		728	2 170
C.I.3.	Výrobky	16 861		16 861	21 278
C.III.	Krátkodobé pohledávky	93 604		93 604	158 543
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	87 994		87 994	156 257
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	5 038		5 038	1 208
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	572		572	1 078
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	16 409		16 409	26 199
C.IV.1.	Peníze	345		345	418
C.IV.2.	Účty v bankách	16 064		16 064	25 781
D. I.	Časové rozlišení	11 967		11 967	18 361
D.I.1.	Náklady příštích období	11 967		11 967	18 361

		31.5.2009	31.5.2008
	PASIVA CELKEM	757 959	927 642
A.	Vlastní kapitál	288 335	302 377
A.I.	Základní kapitál	187 800	187 800
A.I.1.	Základní kapitál	187 800	187 800
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	5 863	2 379
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	5 863	2 379
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	108 714	42 529
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	108 714	42 529
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)	-14 042	69 669
B.	Cizí zdroje	469 624	625 265
B.I.	Rezervy	390	548
B.I.4.	Ostatní rezervy	390	548
B.II.	Dlouhodobé závazky	8 678	6 802
B.II.10.	Odložený daňový závazek	8 678	6 802
B.III.	Krátkodobé závazky	272 746	417 197
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	50 303	128 408
B.III.2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	185 527	256 099
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	5 364	4 891
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 858	2 724
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	1 460	8 892
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	27 235	16 183
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	187 810	200 718
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	160 980	175 630
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	26 830	25 088

		31.5.2010			31.5.2009
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
		Gross	Adjustment	Net	Net
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	894 090	180 640	713 450	757 959
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál				
B.	Dlouhodobý majetek	569 686	180 640	389 046	437 175
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	569 686	180 640	389 046	437 175
B.II.1.	Pozemky	16 646		16 646	18 174
B.II.2.	Stavby	299 810	42 949	256 861	272 345
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	253 226	137 691	115 535	145 949
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4		4	707
C.	Oběžná aktiva	317 377		317 377	308 817
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	189 928		189 928	198 804
C.I.1.	Materiál	177 375		177 375	181 215
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	1 231		1 231	728
C.I.3.	Výrobky	11 322		11 322	16 861
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	85 245		85 245	93 604
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	81 053		81 053	87 994
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	3 980		3 980	5 038
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	212		212	572
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	42 204		42 204	16 409
C.IV.1.	Peníze	297		297	345
C.IV.2.	Účty v bankách	41 907		41 907	16 064
D. I.	Časové rozlišení	7 027		7 027	11 967
D.I.1.	Náklady příštích období	7 027		7 027	11 967

		31.5.2010	31.5.2009
	PASIVA CELKEM	713 450	757 959
A.	Vlastní kapitál	320 283	288 335
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	187 800	187 800
A.I.1.	Základní kapitál	187 800	187 800
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	5 863	5 863
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	5 863	5 863
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	94 672	108 714
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	94 672	108 714
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)</i>	31 948	-14 042
B.	Cizí zdroje	393 167	469 624
<i>B.I.</i>	<i>Rezervy</i>		390
B.I.4.	Ostatní rezervy		390
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	16 127	8 678
B.II.10.	Odložený daňový závazek	16 127	8 678
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	224 016	272 746
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	90 897	50 303
B.III.2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	106 438	185 527
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	4 706	5 364
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 711	2 858
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	732	1 460
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	18 532	27 235
<i>B.IV.</i>	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	153 024	187 810
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	127 520	160 980
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	25 504	26 830

		31-05-11			31-05-10
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	871 764	222 559	649 205	713 450
B.	Dlouhodobý majetek	571 270	222 559	348 711	389 046
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>571 270</i>	<i>222 559</i>	<i>348 711</i>	<i>389 046</i>
B.II.1.	Pozemky	16 646		16 646	16 646
B.II.2.	Stavby	299 822	53 864	245 958	256 861
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	254 397	168 695	85 702	115 535
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	405		405	4
C.	Oběžná aktiva	295 737		295 737	317 377
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>189 847</i>		<i>189 847</i>	<i>189 928</i>
C.I.1.	Materiál	174 862		174 862	177 375
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	563		563	1 231
C.I.3.	Výrobky	14 422		14 422	11 322
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>91 708</i>		<i>91 708</i>	<i>85 245</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	91 067		91 067	81 053
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	63		63	3 980
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	550		550	212
C.III.9.	Jiné pohledávky	28		28	
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>14 182</i>		<i>14 182</i>	<i>42 204</i>
C.IV.1.	Peníze	371		371	297
C.IV.2.	Účty v bankách	13 811		13 811	41 907
D. I.	Časové rozlišení	4 757		4 757	7 027
D.I.1.	Náklady příštích období	4 757		4 757	7 027

		31.5.2011	31.5.2010
	PASIVA CELKEM	649 205	713 450
A.	Vlastní kapitál	337 640	320 283
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>187 800</i>	<i>187 800</i>
A.I.1.	Základní kapitál	187 800	187 800
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>7 460</i>	<i>5 863</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	7 460	5 863
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>125 022</i>	<i>94 672</i>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	125 022	94 672
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)</i>	<i>17 358</i>	<i>31 948</i>
B.	Cizí zdroje	311 565	393 167
<i>B.I.</i>	<i>Rezervy</i>	<i>378</i>	
B.I.4.	Ostatní rezervy	378	
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>18 282</i>	<i>16 127</i>
B.II.10.	Odložený daňový závazek	18 282	16 127
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>292 905</i>	<i>224 016</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	50 159	90 897
B.III.2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	220 458	106 438
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	4 375	4 706
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 664	2 711
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	5 301	732
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	9 948	18 532
<i>B.IV.</i>	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>		<i>153 024</i>
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé		127 520
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry		25 504

		31.5.2012			31.5.2011
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	918 359	250 023	668 337	649 205
B.	Dlouhodobý majetek	559 533	250 023	309 511	348 711
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>559 533</i>	<i>250 023</i>	<i>309 511</i>	<i>348 711</i>
B.II.1.	Pozemky	14 426		14 426	16 646
B.II.2.	Stavby	295 667	62 754	232 913	245 958
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	249 314	187 268	62 046	85 702
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	127		127	405
C.	Oběžná aktiva	355 176		355 176	295 737
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>215 702</i>		<i>215 702</i>	<i>189 847</i>
C.I.1.	Materiál	206 159		206 159	174 862
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	1 936		1 936	563
C.I.3.	Výrobky	7 607		7 607	14 422
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>124 810</i>		<i>124 810</i>	<i>91 708</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	123 381		123 381	91 067
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	651		651	63
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	755		755	550
C.III.9.	Jiné pohledávky	22		22	28
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>14 664</i>		<i>14 664</i>	<i>14 182</i>
C.IV.1.	Peníze	393		393	371
C.IV.2.	Účty v bankách	14 271		14 271	13 811
D. I.	Časové rozlišení	3 650		3 650	4 757
D.I.1.	Náklady příštích období	3 650		3 650	4 757

		31.5.2012	31.5.2011
	PASIVA CELKEM	668 337	649 205
A.	Vlastní kapitál	223 882	337 640
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>187 800</i>	<i>187 800</i>
A.I.1.	Základní kapitál	187 800	187 800
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>8 328</i>	<i>7 460</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	8 328	7 460
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>16 512</i>	<i>125 022</i>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	16 512	125 022
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)</i>	<i>11 242</i>	<i>17 358</i>
B.	Cizí zdroje	444 455	311 565
<i>B.I.</i>	<i>Rezervy</i>	<i>1 001</i>	<i>378</i>
B.I.4.	Ostatní rezervy	1 001	378
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>123 534</i>	<i>18 282</i>
B.II.2.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	107 238	
B.II.10.	Odložený daňový závazek	16 296	18 282
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>319 920</i>	<i>292 905</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	90 252	50 159
B.III.2.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	197 885	220 458
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	4 934	4 375
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 968	2 664
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	2 684	5 301
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	21 197	9 948

Příloha 2 - Výkaz zisku a ztrát společnosti XY s.r.o. v letech 2007/2008 – 2011/2012

		Období do 31.5.2008	Období do 31.5.2007
II.	Výkony	1 600 760	1 292 307
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 625 536	1 274 195
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-24 776	18 112
B.	Výkonová spotřeba	1 400 946	1 158 706
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	1 325 483	1 096 557
B.2.	Služby	75 463	62 149
+	Přidaná hodnota	199 814	133 601
C.	Osobní náklady	90 602	58 753
C.1.	Mzdové náklady	65 196	42 059
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	22 817	14 696
C.4.	Sociální náklady	2 589	1 998
D.	Daně a poplatky	797	507
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	50 613	31 599
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	21 367	6 259
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 277	
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	12 090	6 259
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	19 565	6 182
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	7 987	
F.2.	Prodaný materiál	11 579	6 182
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	12 604	
IV.	Ostatní provozní výnosy	13 215	3 956
H.	Ostatní provozní náklady	2 841	4 330
*	Provozní výsledek hospodaření	57 373	42 445
X.	Výnosové úroky	1 601	1 421
N.	Nákladové úroky	17 972	14 225
XI.	Ostatní finanční výnosy	60 250	10 473
O.	Ostatní finanční náklady	17 953	17 184
*	Finanční výsledek hospodaření	25 926	-19 515
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	13 630	9 490
Q 1.	- splatná	14 073	2 245
Q 2.	- odložená	(443)	7 245
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	69 669	13 440
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	69 669	13 440
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	83 299	22 930

		Období do 31.5.2009	Období do 31.5.2008
II.	Výkony	1 118 608	1 600 760
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 124 466	1 625 536
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-5 858	-24 776
B.	Výkonová spotřeba	946 586	1 400 946
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	887 479	1 325 483
B.2.	Služby	59 107	75 463
+	Přidaná hodnota	172 022	199 814
C.	Osobní náklady	105 061	90 602
C.1.	Mzdové náklady	76 517	65 196
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	25 243	22 817
C.4.	Sociální náklady	3 301	2 589
D.	Daně a poplatky	857	797
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	49 695	50 613
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	14 807	21 367
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2 174	9 277
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	12 633	12 090
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	12 425	19 563
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 746	7 987
F.2.	Prodaný materiál	10 679	11 576
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-12 149	12 604
IV.	Ostatní provozní výnosy	5 956	13 215
H.	Ostatní provozní náklady	3 983	2 841
*	Provozní výsledek hospodaření	32 914	57 373
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	1 440	
X.	Výnosové úroky	2 191	1 601
N.	Nákladové úroky	17 350	17 977
XI.	Ostatní finanční výnosy	6 745	60 250
O.	Ostatní finanční náklady	35 691	17 953
+	Finanční výsledek hospodaření	-45 545	25 926
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 411	13 630
Q.1.	- splatná	-465	14 073
Q.2.	- odložená	1 876	-443
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-14 042	69 669
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-14 042	69 669
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	-12 631	83 300

		Období do Period to Die periode bis 31.5.2010	Období do Period to Die periode bis 31.5.2009
II.	Výkony	1 067 913	1 118 608
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 072 951	1 124 466
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-5 038	-5 858
B.	Výkonová spotřeba	905 944	946 586
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	868 176	887 479
B.2.	Služby	37 768	59 107
+	Přidaná hodnota	161 969	172 022
C.	Osobní náklady	88 716	105 061
C.1.	Mzdové náklady	65 242	76 517
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	21 071	25 243
C.4.	Sociální náklady	2 403	3 301
D.	Daně a poplatky	718	857
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	43 681	49 695
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	23 737	14 807
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	4 936	2 174
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	18 801	12 633
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	20 994	12 425
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	5 558	1 746
F.2.	Prodaný materiál	15 436	10 679
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-390	-12 149
IV.	Ostatní provozní výnosy	8 319	5 956
H.	Ostatní provozní náklady	1 568	3 983
*	Provozní výsledek hospodaření	38 738	32 914
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-1 440	1 440
X.	Výnosové úroky	501	2 191
N.	Nákladové úroky	13 226	17 350
XI.	Ostatní finanční výnosy	20 537	6 745
O.	Ostatní finanční náklady	8 593	35 691
*	Finanční výsledek hospodaření	659	-45 545
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	7 449	1 411
Q 1.	- splatná		-465
Q 2.	- odložená	7 449	1 876
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	31 948	-14 042
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	31 948	-14 042
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	39 397	-12 631

		Období do 31.5.2011	Období do 31.5.2010
II.	Výkony	980 178	1 067 913
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	977 745	1 072 951
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	2 433	-5 038
B.	Výkonová spotřeba	823 486	905 944
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	787 138	868 176
B.2.	Služby	36 348	37 768
+	Přidaná hodnota	156 692	161 969
C.	Osobní náklady	85 567	88 716
C.1.	Mzdové náklady	62 066	65 242
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	21 512	21 071
C.4.	Sociální náklady	1 989	2 403
D.	Daně a poplatky	386	718
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	41 763	43 681
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	11 312	23 737
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku		4 936
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	11 312	18 801
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	9 426	20 994
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku		5 558
F.2.	Prodaný materiál	9 426	15 436
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů přetich období	575	-390
IV.	Ostatní provozní výnosy	18 408	8 319
H.	Ostatní provozní náklady	18 717	1 568
*	Provozní výsledek hospodaření	29 978	38 738
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti		-1 440
X.	Výnosové úroky	114	501
N.	Nákladové úroky	15 834	13 226
XI.	Ostatní finanční výnosy	23 443	20 537
O.	Ostatní finanční náklady	13 607	8 593
*	Finanční výsledek hospodaření	-5 884	659
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	6 736	7 449
Q 1.	- splatná	4 582	
Q 2.	- odložená	2 154	7 449
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	17 358	31 948
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	17 358	31 948
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	24 094	39 397

		31.5.2012	31.5.2011
I.	Výkony	1 040 484	980 178
I.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 045 926	977 745
I.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-5 442	2 433
B.	Výkonová spotřeba	880 416	823 486
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	844 445	787 138
B.2.	Služby	35 971	36 348
+	Přidaná hodnota	160 068	156 692
C.	Osobní náklady	92 391	85 567
C.1.	Mzdové náklady	67 194	62 066
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	23 093	21 512
C.4.	Sociální náklady	2 104	1 989
D.	Daně a poplatky	111	386
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	33 474	41 763
II.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	33 394	11 312
II.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	6 200	
II.2.	Tržby z prodeje materiálu	27 194	11 312
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	28 643	9 426
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	5 829	
F.2.	Prodaný materiál	22 814	9 426
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	623	575
IV.	Ostatní provozní výnosy	7 432	18 408
H.	Ostatní provozní náklady	8 317	18 717
*	Provozní výsledek hospodaření	37 335	29 978
K.	Výnosové úroky	96	114
N.	Nákladové úroky	10 425	15 834
XI.	Ostatní finanční výnosy	14 435	23 443
O.	Ostatní finanční náklady	28 427	13 607
*	Finanční výsledek hospodaření	-24 320	-5 884
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 773	6 736
Q 1.	- splatná	3 759	4 582
Q 2.	- odložená	-1 986	2 154
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	11 242	17 358
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	11 242	17 358
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	13 015	24 094

Příloha 3 – Výkaz Cash flow společnosti XY s.r.o. v letech 2007/2008 – 2011/2012

		Období do 31.5.2008	Období do 31.5.2007
P.	Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	29 285	92 314
	<i>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</i>		
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	83 299	22 930
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	76 915	43 902
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	50 613	31 599
A.1.2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	12 604	
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-1 290	
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	16 371	12 804
A.1.6.	Opravy o ostatní nepeněžní operace	-1 383	-501
A.*	Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu	160 214	66 832
A.2.	Změna stavu pracovního kapitálu	-63 466	-146 887
A.2.1.	Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	-57 488	-11 404
A.2.2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasív	-10 365	18 241
A.2.3.	Změna stavu zásob	4 387	-153 724
A.**	Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami	96 748	-80 055
A.3.	Vyplacené úroky	-8 885	-14 225
A.4.	Přijaté úroky	1 601	1 404
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-672	-12 291
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	88 792	-105 167
	<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>		
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-176 703	-58 446
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	9 277	
B.***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-167 426	-58 446
	<i>Peněžní toky z finančních činností</i>		
C.1.	Změna stavu závazků z financování	75 548	100 584
C.***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	75 548	100 584
F.	Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	-3 086	-63 029
R.	Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	26 199	29 285

		Období do 31.5.2009	Období do 31.5.2008
P.	Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	26 199	29 285
	<i>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</i>		
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	-12 631	83 299
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	48 148	76 915
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	49 695	50 613
A.1.2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	-12 149	12 604
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-428	-1 290
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	15 159	16 371
A.1.6.	Opravy o ostatní nepeněžní operace	-4 129	-1 383
A.*	Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu	35 517	160 214
A.2.	Změna stavu pracovního kapitálu	61 773	-63 466
A.2.1.	Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	76 371	-57 488
A.2.2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasív	-66 957	-10 365
A.2.3.	Změna stavu zásob	52 359	4 387
A.**	Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami	97 290	96 748
A.3.	Vyplacené úroky	-16 032	-8 885
A.4.	Přijaté úroky	2 191	1 601
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-12 814	-672
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	70 635	88 792
	<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>		
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-3 433	-176 703
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	2 174	9 277
B.***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-1 259	-167 426
	<i>Peněžní toky z finančních činností</i>		
C.1.	Změna stavu závazků z financování	-79 166	75 548
C.***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-79 166	75 548
F.	Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	-9 790	-3 086
R.	Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	16 409	26 199

		Období do 31.5.2010	Období do 31.5.2009
P.	Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	16 409	26 199
	<i>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnosti)</i>		
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	39 397	-12 631
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	43 383	48 148
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	43 681	49 695
A.1.2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	-390	-12 149
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	622	-428
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku		
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	12 725	15 159
A.1.6.	Opravy o ostatní nepeněžní operace	-13 255	-4 129
A.*	Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu	82 780	35 517
A.2.	Změna stavu pracovního kapitálu	51 056	61 773
A.2.1.	Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	11 806	76 371
A.2.2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasív	30 549	-66 957
A.2.3.	Změna stavu zásob	8 701	52 359
A.2.4.	Změna stavu krátkodobého finančního majetku		
A.**	Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami	133 836	97 290
A.3.	Vyplacené úroky	-13 416	-16 032
A.4.	Přijaté úroky	501	2 191
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	1 494	-12 814
A.6.	Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy		
A.7.	Přijaté dividendy a podíly na zisku		
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	122 415	70 635
	<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>		
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-1 110	-3 433
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	4 936	2 174
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám		
B.***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	3 826	-1 259
	<i>Peněžní toky z finančních činností</i>		
C.1.	Změna stavu závazků z financování	-100 446	-79 166
C.2.	Dopady změn vlastního kapitálu		
C.2.1.	Peněžní zvýšení základního kapitálu		
C.2.2.	Vyplacení podílu na vlastním kapitálu společníkům		
C.2.3.	Další vklady peněžních prostředků společníků		
C.2.4.	Úhrada ztráty společníky		
C.2.5.	Přímé platby na vrub fondů		
C.2.6.	Vyplacené dividendy		
C.***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-100 446	-79 166
F.	Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	25 795	-9 790
R.	Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	42 204	16 409

		Období do 31.5.2011	Období do 31.5.2010
P.	Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	42 204	16 409
	<i>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</i>		
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	24 094	39 397
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	55 122	43 383
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	41 763	43 681
A.1.2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	640	-390
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv		622
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	15 720	12 725
A.1.6.	Opravy o ostatní nepeněžní operace	-3 001	-13 255
A.*	Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu	79 216	82 780
A.2.	Změna stavu pracovního kapitálu	-56 402	51 056
A.2.1.	Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	-7 738	11 806
A.2.2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasív	-48 585	30 549
A.2.3.	Změna stavu zásob	-79	8 701
A.**	Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami	22 814	133 836
A.3.	Vyplacené úroky	-16 962	-13 416
A.4.	Přijaté úroky	114	501
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	3 545	1 494
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	9 511	122 415
	<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>		
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-1 690	-1 110
B.***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-1 690	3 826
	<i>Peněžní toky z finančních činností</i>		
C.1.	Změna stavu závazků z financování	-35 843	-100 446
C.***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-35 843	-100 446
F.	Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	-28 022	25 795
R.	Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	14 182	42 204

		Období do 31.5.2012	Období do 31.5.2011
P.	Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	14 182	42 204
	<i>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</i>		
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	13 015	24 094
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	54 156	55 122
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	33 474	41 763
A.1.2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	623	640
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-371	
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	10 328	15 720
A.1.6.	Opravy o ostatní nepeněžní operace	10 102	-3 001
A.*	Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu	67 171	79 216
A.2.	Změna stavu pracovního kapitálu	-6 605	-56 402
A.2.1.	Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	-31 995	-7 738
A.2.2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasív	51 988	-48 585
A.2.3.	Změna stavu zásob	-26 598	-79
A.**	Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami	60 566	22 814
A.3.	Vyplacené úroky	-10 245	-16 962
A.4.	Přijaté úroky	96	114
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-6 340	3 545
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	44 077	9 511
	<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>		
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-102	-1 690
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	6 200	
B.***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	6 098	-1 690
	<i>Peněžní toky z finančních činností</i>		
C.1.	Změna stavu závazků z financování	-49 693	-35 843
C.***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-49 693	-35 843
F.	Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	482	-28 022
R.	Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	14 664	14 182